



POLÍTICA DE DIVIDENDOS E CICLO DE VIDA DAS EMPRESAS

DIVIDEND POLICY AND LIFE CYCLE OF THE FIRM

MARIA LEONOR CRUZ REIS SALSA

Doutorada em Gestão (ramo de Finanças e Contabilidade)

Professora Adjunta da ESGHT/ Universidade do Algarve

mlsalsa@ualg.pt

RESUMO

Os dividendos são considerados uma das mais importantes decisões financeiras empresariais. Teorias como as da agência ou da informação assimétrica e dos sinais têm contribuído com argumentos teóricos e determinantes financeiros para explicar o nível dos resultados distribuídos pelas empresas. Este estudo testa o efeito do ciclo de vida empresarial, e das fases por onde a empresa passa ao longo da vida, na sua política de dividendos. Ao mesmo tempo, testam-se determinantes financeiros apontados pelas teorias acima mencionadas como significativos: a rentabilidade, a dimensão, o risco, o número de investidores, o crescimento dos resultados do exercício, o crescimento dos resultados no ano seguinte, o investimento, o endividamento, o crescimento das vendas ou os dividendos do ano anterior.

O estudo empírico baseia-se numa amostra de empresas europeias de 6 países (Alemanha, Dinamarca, Finlândia, Itália, Reino Unido e Suécia). Os resultados não comprovam as hipóteses quanto à teoria do ciclo de vida, mostrando que as empresas em fase de maturidade não são necessariamente as que apresentam maiores dividendos. Os resultados, porém, validam outras das hipóteses do estudo e reforçam alguns determinantes financeiros do nível de dividendos empresariais e mostram diferenças e semelhanças entre o nível dos dividendos e seus determinantes para os diferentes países.

PALAVRAS-CHAVE

Finanças Empresariais, Dividendos, Ciclo de Vida, Agência, Sinalização, Empresas Europeias

ABSTRACT

Dividends are considered one of the most important business financial decisions. Some theories like agency costs or asymmetric information and signalization have contributed with theoretical arguments or financial determinants to explain the level of dividends distributed by firms. This study tests the impact of the life cycle of the firm, and phases that it goes through, on its dividend policy. It also tests some financial determinants that the above mentioned theories demonstrate to be significant: return on investment, dimension, risk, number of shareholders, annual growth rate of net income, investment opportunities, firm's debt financing, growth rate of sales and dividend payout of the year before.

The empirical study is based on a sample of European firms from 6 countries: Germany, Denmark, Finland, United Kingdom, Italy and Sweden. The results do not confirm the life cycle's hypotheses, showing that firms do not pay necessarily more dividends in their maturity phase. The results validate other hypotheses and reinforce some financial determinants and also reveal some similarities and differences among the dividend policies of the six countries.

KEYWORDS

Corporate Finance, Dividends, Life Cycle, Agency, Signalization, European Firms



1. INTRODUÇÃO

A política de dividendos, a par do investimento e do financiamento, tem sido considerada uma das principais decisões financeiras empresariais. Em particular, a decisão sobre distribuição de dividendos tem impacto em diversos aspectos económico-financeiros como o financiamento ou a tesouraria da empresa, pois consubstancia uma afectação dos resultados líquidos gerados. No entanto, e apesar da intensa investigação produzida nas últimas décadas, as conclusões não são consensuais quanto às teorias explicativas ou aos determinantes, financeiros ou outros, da política de dividendos das empresas.

Este trabalho tem como principal objectivo analisar a relação entre a teoria do ciclo de vida das empresas e a sua política de dividendos, relacionando a fase em que se encontram com a distribuição dos resultados efectuada. Para além deste, pretende-se, também, testar as principais teorias e determinantes da política de dividendos apontados por diversos trabalhos científicos. Assim, abordar-se-ão, em especial, as teorias da sinalização e da agência e tentar-se-á explicar o nível dos dividendos empresariais (*dividend payout*) pelo recurso aos atributos frequentemente mencionados na literatura financeira sobre este tema: a rendibilidade, a dimensão, o risco (variabilidade das vendas), o número de investidores (propriedade), o crescimento dos resultados no presente e no futuro (ano seguinte), o investimento, o endividamento, o crescimento das vendas ou o *payout* do ano anterior.

Os potenciais conflitos de interesses entre gestores, credores e accionistas no que respeita a diversas decisões (nomeadamente, sobre distribuir ou não dividendos) servem de base à teoria da agência. A separação entre propriedade e controlo da empresa, com os consequentes custos de delegação, por parte dos accionistas, do poder de decisão nos gestores, pode influenciar decisivamente o montante dos resultados a distribuir. Nas decisões sobre distribuição ou não de dividendos, os conflitos de agência surgem, porque os accionistas preferem-nos, enquanto que os gestores e os credores, de forma geral, preferem a retenção dos resultados. Os primeiros actuam por aversão ao risco e os segundos pelo desejo de aumentar as garantias patrimoniais e o montante de autofinanciamento, melhorando a solvência e diminuindo o risco de falência.

A distribuição de dividendos pode ter um papel similar ao de outros mecanismos de controlo da actividade dos gestores¹, segundo Rozeff, (1982) ou Holder *et al.* (1998), por exemplo. Os factores

utilizados para explicar a escolha dos *payouts* das empresas são: (i) a percentagem da empresa detida por *insiders*, sendo que o montante dos dividendos está negativamente relacionado com esta percentagem; (ii) o número de accionistas, uma vez que quanto maior a dispersão das acções, mais elevados tendem a ser os custos de agência e, portanto, o montante dos dividendos; (iii) o crescimento da empresa, visto que o crescimento tem relação directa com as necessidades de financiamento e, assim, com menores montantes de dividendos distribuídos de maneira a reduzir as necessidades de financiamento externo; (iv) o risco da empresa.

Um dos factos mais apontado na literatura, onde os dividendos e o endividamento são considerados como mecanismos para reduzir os custos de agência do capital próprio (e em particular, o *free cash-flow*), é o de que os dividendos não representam um compromisso financeiro por parte dos gestores, ao contrário do serviço da dívida. Segundo Jensen (1986) e Ghoshen (1995), entre outros, é mais fácil aos gestores fazerem cortes no montante dos dividendos distribuídos do que suspender os pagamentos relativos ao endividamento da empresa. A investigação efectuada com base nos efeitos de sinalização dos dividendos tem, no entanto, apresentado fortes argumentos contra. Os gestores parecem relutantes em alterar a política de dividendos, em virtude dos sinais que tais alterações transmitem ao mercado e do seu previsível impacto na cotação das acções.

Num mercado caracterizado por assimetrias de informação, uma variação na política de dividendos é tida por muitos autores como uma das formas utilizadas pelos gestores para transmitir para o exterior essa informação marginal que só eles possuem. Este efeito sinalizador ou “conteúdo informativo dos dividendos”, resulta da confiança do gestor na capacidade da empresa para sustentar um nível acrescido de *cash-flow* e do facto dos investidores procurarem a melhor remuneração para o capital investido. O efeito sinalizador incentiva políticas de distribuição estável de dividendos e desincentiva as reduções destes, como forma de comunicar ao mercado a confiança dos gestores numa evolução favorável da situação financeira da empresa².

Os estudos efectuados têm, em geral, corroborado o facto das alterações na política de dividendos constituírem um sinal credível para os investidores, capaz de reflectir a informação que os gestores possuem. Isto é devido essencialmente aos elevados



custos directos e indirectos que lhe estão associados³. Tais custos levam os investidores a acreditarem que apenas as empresas com fortes perspectivas futuras podem sinalizar essa sua boa forma e que as empresas com problemas de *cash flow* não o podem fazer.

Bhattacharya (1979) foi um dos primeiros autores a utilizar a teoria dos sinais para justificar o conteúdo informativo dos dividendos, considerando que os gestores possuem um conhecimento preciso, aquando do anúncio do acréscimo de dividendos, da qualidade do projecto, avaliada pela sua rentibilidade esperada, enquanto que os investidores externos possuem informação imperfeita. A superioridade da taxa de financiamento a obter, correspondente ao montante dos dividendos anunciados não coberto pelos *cash-flows* gerados pelo projecto, os custos de transacção suportados para obter o financiamento externo e o imposto sobre os dividendos suportado pelos accionistas constituem os principais custos de sinalização⁴ que impedem as empresas de emitirem falsos sinais.

Uma outra corrente de investigação tem-se centrado na possibilidade das alterações na política de dividendos reflectirem o desempenho financeiro da empresa. Procura-se saber se alterações nos dividendos são precedidas ou, pelo contrário, indicativas de alterações passadas ou futuras nos resultados obtidos pela empresa e seus *cash-flows*. Nestes casos, a política de dividendos seria consequência da evolução passada e presente dos resultados da empresa, por um lado, ou anteciparia o desempenho desses resultados num futuro próximo, por outro.

O ponto 2 revê alguns dos trabalhos que relacionam a temática dos dividendos com o ciclo de vida das empresas (e as fases associadas ao mesmo) e nos pontos seguintes descrevem-se e justificam-se as hipóteses de investigação e a metodologia do trabalho empírico. Por fim, no ponto 6 são apresentados e discutidos os resultados obtidos e no ponto 7 faz-se a síntese conclusiva.

2. O CICLO DE VIDA DAS EMPRESAS E OS DIVIDENDOS

O modelo do ciclo de vida empresarial tem sido utilizado na tentativa de ajudar a compreender o fenómeno de crescimento/desenvolvimento das empresas e suas consequências a nível interno, ao longo do tempo e das diferentes fases, e também para explicar as decisões financeiras das empresas.

As oportunidades de investimento, os fluxos de caixa disponíveis, os resultados obtidos, o financiamento utilizado e os dividendos são variáveis financeiras que, entre outras, têm sido associadas às diversas fases do ciclo de vida e às características destas.

Alguns autores que se debruçaram sobre o estudo da política de dividendos reconhecem a importância do ciclo de vida das organizações nessa a utilizarem o estado de maturidade para descrever as suas teorias. La Porta *et al.* (2000), por exemplo, concluíram pela importância da fase do ciclo de vida nas oportunidades de investimento e nas decisões sobre investimento e sobre dividendos.

Holt (2003) concluiu que o comportamento financeiro das empresas pode ser caracterizado em termos de um modelo de ciclo de vida: uma empresa nova e pequena tem como finalidade investir e, excepto se as condições de mercado em termos de crescimento e liquidez o permitirem, não tende a pagar dividendos. O autor, tal como Alonso *et al.* (200) ou La Porta *et al.* (2000), por exemplo, acentua a importância da variável investimento nesta relação.

Grullon *et al.* (2002) reconhecem a importância do ciclo de vida das organizações na política de dividendos ao utilizarem o estado de maturidade para descrever as suas teorias. Este trabalho tem como principal objectivo relacionar as alterações da política de dividendos com as diversas fases do ciclo de vida das empresa, ou seja, baseia-se na ideia de que as empresas tendem a aumentar o seu *payout* à medida que se tornam mais maduras, devido à diminuição das boas oportunidades de investimento. Assim, os autores defendem que os aumentos nos dividendos devem estar associados a subsequentes declínios na rentibilidade e no risco.

De acordo com a “maturity hypothesis”, na fase de crescimento a empresa tem mais projectos com VAL positivo, maiores resultados económicos, maiores aumentos de capital, baixo *free cash-flow* e taxas elevadas de crescimento dos resultados. Depois, a empresa passa por uma fase de transição em que todas estas variáveis tendem a declinar. Ao entrar na fase de maturidade, o retorno dos investimentos torna-se, cada vez mais, semelhante ao custo do capital e o *free cash-flow* é elevado. Nesta fase de maturidade, as empresas têm menores opções de crescimento, que significam o declínio nas oportunidades de investimento com elevados retornos, e assim, também, menores necessidades de recursos. Neste contexto, o aumento dos dividendos é informativo das oportunidades de investimento, do



Quadro 1 – Resumo das características financeiras nas diversas fases do ciclo de vida

Fases	Fase de nascimento	Fase de expansão	Fase de maturidade	Fase de declínio
Variáveis				
Fluxos de caixa	Negativo	Positivo baixo	Positivo / Aumenta	Positivo / Diminui
Endividamento	Baixo	Aumenta	Elevado	Diminui
Rendibilidade	Perdas	Lucros	Lucros (começam a diminuir)	Diminuição do lucro ou prejuízo
Investimento	Elevado	Moderado	Reduzido	Inexistente
Política de dividendos	Inexistente	Reduzida (com tendência para aumentar)	Aumenta a distribuição de resultados	Elevada até iniciar prejuízos

Fonte: Adaptado de Gup e Agrrawal (1996)

declínio do risco sistemático e de menores retornos do activo e dos investimentos.

Gup e Agrrawal (1996) apontam o ciclo de vida das empresas como uma ferramenta realista e dinâmica no estudo das políticas financeiras seguidas pelas empresas. Segundo estes autores, este ciclo explica o comportamento financeiro das empresas, incluindo o crescimento, o risco e o retorno do capital, conforme o quadro 1 apresentado a seguir.

3. HIPÓTESES DA INVESTIGAÇÃO

As hipóteses relacionadas com o ciclo de vida prevêem um determinado comportamento da política de dividendos, consoante a fase em que a empresa se encontra. Após uma primeira análise dos dados, e visto que a amostra em estudo contempla muitas empresas em estádios de crescimento diferentes, mais ou menos acelerados, optou-se por tomar como exemplo Gup e Agrrawal (1996) e utilizar as 5 fases seguintes: nascimento, expansão acelerada, expansão moderada, maturidade e declínio. Na fase de nascimento não há lugar a dividendos, até porque a empresa pode não apresentar resultados positivos nesta fase. Nas fases de crescimento ou expansão, a empresa paga ainda um reduzido montante de dividendos, embora estes tendam a aumentar entre o crescimento acelerado e o crescimento moderado. Na fase de maturidade estes aumentam bastante, para se manterem até declinarem, por via dos prejuízos acumulados, durante a fase de declínio.

Neste contexto, as hipóteses relacionadas com o ciclo de vida das empresas neste trabalho empírico são as seguintes:

Hipótese 1: A política de dividendos da empresa é influenciada pela fase do ciclo de vida em que esta se encontra, *ceteris paribus*.

Hipótese 2: As empresas em fase de crescimento acelerado possuem um nível de dividendos superior ao das empresas que se encontram na fase de nascimento, *ceteris paribus*.

Hipótese 3: As empresas em fase de crescimento moderado possuem um nível de dividendos superior ao das empresas que se encontram na fase de crescimento acelerado, *ceteris paribus*.

Hipótese 4: As empresas em fase de maturidade possuem um nível de dividendos superior ao das empresas que se encontram na fase de crescimento moderado, *ceteris paribus*.

Hipótese 5: As empresas em fase de declínio possuem um nível de dividendos inferior ao das empresas que se encontram na fase de maturidade, *ceteris paribus*.

As hipóteses financeiras baseiam-se na relação positiva ou negativa que as diversas variáveis financeiras (independentes) a testar – rendibilidade, dimensão, risco, detentores do capital, crescimento



Quadro nº 2 – Relação prevista entre os dividendos e cada uma das variáveis financeiras

Hipótese	Variável	Relação expectável
6	Rendibilidade	+
7	Dimensão	+
8	Risco / Variabilidade dos resultados	-
9	Propriedade / N° detentores do capital	+
10	Crescimento dos resultados no ano	+
11	Crescimento dos resultados no ano seguinte	+
12	Investimento	-
13	Endividamento	-
14	Crescimento das vendas	-
15	<i>Dividend payout</i> do ano anterior	+

dos resultados do ano, crescimento dos resultados no ano seguinte, investimento, endividamento, crescimento das vendas e *payout* no ano anterior – têm com a variável dependente – *dividend payout*, conforme a hipótese genericamente apresentada de seguida. A relação esperada entre as variáveis é a proposta resumidamente no quadro nº 2.

Hipótese de investigação 6 a 15: O nível dos dividendos distribuídos pela empresa está positivamente / negativamente relacionado com cada uma das variáveis, *ceteris paribus*.

No quadro da teoria da agência, a relação positiva entre a rendibilidade e o nível dos resultados distribuídos justifica-se, fundamentalmente, pela existência de elevados montantes de *free cash-flow*, que favorecem os potenciais conflitos de interesses entre investidores e gestores. A distribuição desses fundos aos accionistas serve para acalmar as tensões conflituosas que possam existir. Em termos da informação assimétrica, diversos trabalhos apontam para o facto dos dividendos servirem para sinalizar ao mercado excedentes de informação detida pelos *insiders* sobre os resultados passados, presentes e perspectivas futuras.

A dimensão da empresa parece ter uma relação positiva com o nível de dividendos distribuídos pela mesma, principalmente, devido aos custos de emissão de novas acções. Estes crescem inversamente com o tamanho da empresa.

Em relação ao risco da empresa, aqui definido como a variabilidade dos resultados, tem sido encontrada uma relação negativa com os dividendos. A variabilidade dos resultados da empresa está associada à probabilidade destes serem insuficientes

para fazer face aos compromissos da empresa, nomeadamente, perante os credores. Assim, a convicção dos gestores acerca da manutenção dos níveis de dividendos no futuro é determinante para a sua tomada de decisão sobre acréscimos no presente, parece que a pouca consistência dos resultados empresariais não favorece as alterações à política de dividendos.

As conclusões de estudos efectuados no âmbito da teoria da agência mostram que os dividendos podem ter um papel importante na resolução dos conflitos de interesses entre sócios/accionistas e gestores/administradores, mas também que a dispersão do capital tem uma relação significativa com a política de dividendos. Assim, este trabalho testa a premissa, comum em estudos semelhantes, de que o número de accionistas é uma aproximação aceitável para a dispersão do capital.

Os resultados futuros são a variável mais utilizada para estudar a sinalização através dos dividendos. No entanto, alguns dos trabalhos efectuados no âmbito desta teoria apontam os resultados passados e presentes, e não só os futuros, como variável explicativa da política de dividendos, encontrando uma relação positiva entre as variáveis. Neste estudo testa-se a hipótese de quer o crescimento dos resultados no ano, quer o crescimento dos resultados no ano seguinte, possam ser variáveis com poder explicativo do montante de dividendos distribuídos pela empresa.

As oportunidades de investimento são outra das variáveis financeiras com muito eco nos trabalhos empíricos revistos. As conclusões vão, normalmente, no sentido da existência de uma relação significativa



e negativa entre as oportunidades de investimento das empresas e os seus dividendos. Em termos gerais, as empresas que têm melhores oportunidades de investimento tendem a reter resultados e a investi-los nesses projectos, o que implica menores montantes de dividendos (e vice-versa).

A hipótese de que o endividamento influencia a distribuição de resultados da empresa foi abordada, também, por diferentes autores que atribuem ao endividamento uma influência negativa nos dividendos. Esta relação deve ser consequência do aumento do risco e das maiores oportunidades de investimento que a empresa deve enfrentar quando recorre a maior financiamento externo.

A taxa de crescimento das vendas pode ser utilizada como medida do crescimento da empresa e, assim, como variável explicativa da política de dividendos, esperando-se encontrar uma relação significativamente negativa entre esta variável independente e os dividendos justificada, em grande parte, pelo aumento do investimento em fases de expansão da actividade empresarial.

Alguns estudos concluem que a política de dividendos tende a seguir o nível dos resultados distribuídos nos últimos anos, nomeadamente, no ano imediatamente anterior (em especial estudos efectuados nos países europeus). Assim, testa-se

neste trabalho a hipótese de a variável *dividend payout* do ano corrente poder ser explicada pelo *dividend payout* do ano imediatamente anterior.

4. METODOLOGIA DE TRABALHO

A base de dados internacional *WorldScope Global Database*, que apresenta informação económica e financeira de empresas de todo o mundo, é a fonte secundária dos dados empresariais utilizados neste trabalho, que tem como ano base do estudo 1996. Dos 15 países da União Europeia à data, seleccionaram-se as empresas activas e que incluíam a informação necessária ao estudo, ficando a amostra reduzida a 6 países. Seguidamente, optou-se por utilizar apenas os dados das empresas cujo *dividend payout* era positivo mas menor ou igual à unidade, ou seja, empresas que apresentavam resultados líquidos positivos e distribuição de dividendos com um valor igual ou inferior ao dos resultados obtidos (considerando-se esta uma situação mais normal dado que estas empresas correspondiam a 72% do total dos casos). A amostra ficou assim em 517 empresas alemãs, dinamarquesas, finlandesas, italianas, suecas e inglesas, cuja repartição é a que se apresenta no gráfico nº 1.

Relativamente às empresas da amostra por fase do ciclo de vida em que cada uma se encontra, a distribuição é a constante no gráfico nº2 (página seguinte).

Gráfico nº 1 – Nacionalidades das empresas da amostra

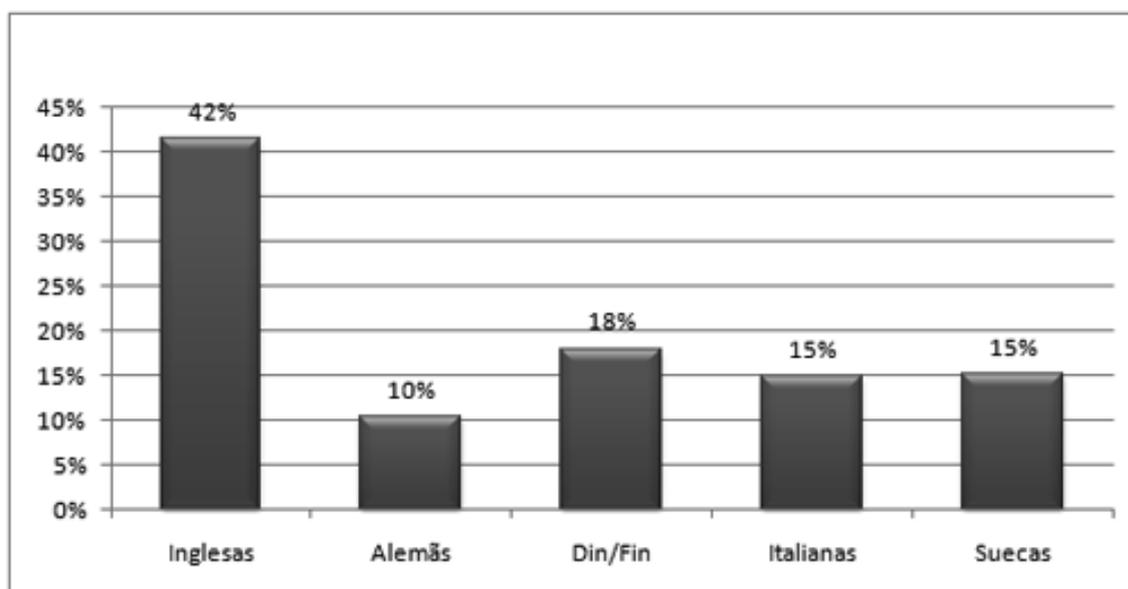
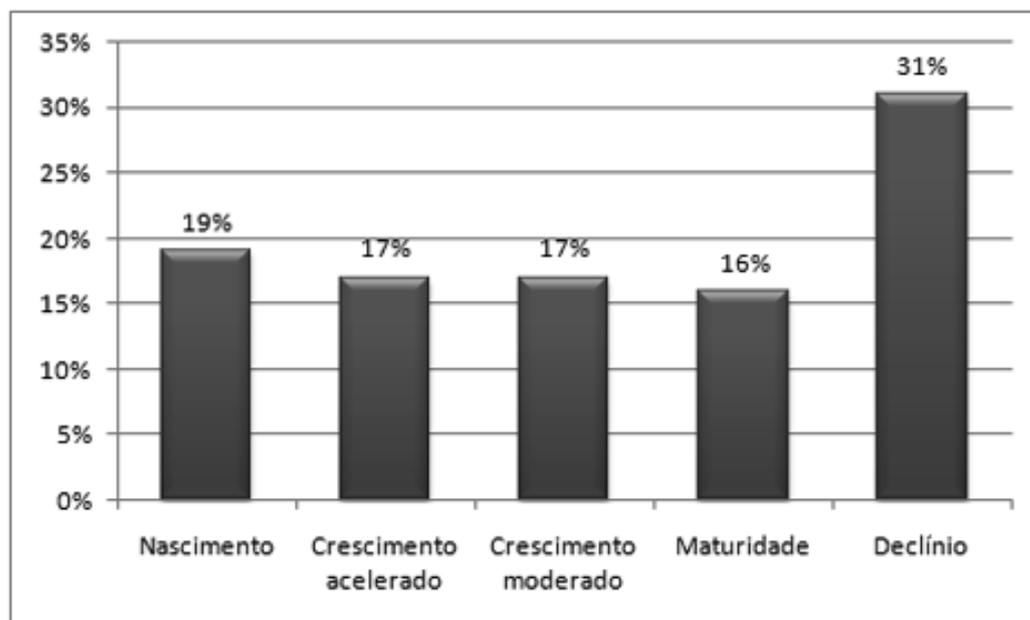


Gráfico nº 2 – Empresas por fase do ciclo de vida na amostra



A fase do ciclo de vida em que cada empresa se encontra⁵ foi introduzida no estudo sob a forma de variáveis binárias ou *dummy*, sendo:

- D₁ - Empresa em fase de nascimento;
- D₂ - Empresa em fase de crescimento acelerado;
- D₃ - Empresa em fase de crescimento moderado;
- D₄ - Empresa na fase de maturidade.

As empresas que se encontrem na fase de declínio apresentam o valor zero em todas as variáveis.

Tanto a variável dependente (ou a explicar) como as variáveis financeiras independentes são variáveis métricas ou quantitativas, associadas a valores ou a rácios contabilístico-financeiros. Estas são apresentadas a seguir no quadro nº 3.

A diferente influência das variáveis financeiras nas diversas fases do ciclo de vida parece evidente e tem sido abordada nos diversos trabalhos que incluem o ciclo de vida da empresa como factor justificativo da política de dividendos seguida. Assim, como proposto por Pinto (1997), testam-se as diversas variáveis para efeitos cruzados resultantes da interacção entre 10 variáveis explicativas quantitativas e 4 variáveis explicativas binárias⁶.

O modelo de regressão linear múltipla (MRLM) é um caso particular de análise de regressão em que a relação entre as variáveis é linear, que é a técnica mais utilizada neste tipo de trabalhos na área de

estudos das Finanças Empresariais quando se tenta medir a relação entre variáveis. Neste âmbito, testa-se o poder explicativo de todas as variáveis incluídas: as 10 variáveis económico-financeiras, as variáveis binárias relativas às 5 fases do ciclo de vida e as variáveis para medir efeitos cruzados entre as anteriores. O modelo final incluirá apenas as variáveis independentes que se apresentem estatisticamente significativas e, portanto, explicativas do nível do *payout* da empresa.

O método dos mínimos quadrados é o utilizado para estimar os parâmetros do modelo. Este método estatístico para a estimação dos valores β exige que: 1) os erros sejam aleatórios, independentes e com distribuição Normal de média zero e variância constante; 2) a variância de Y seja constante ao longo dos X (homocedasticidade); 3) as variáveis independentes não estejam correlacionadas (sejam ortogonais) ou que a correlação existente seja fraca. Foram efectuados os testes aos pressupostos (incluindo a análise dos resíduos) e à má especificação do modelo.

5. RESULTADOS OBTIDOS

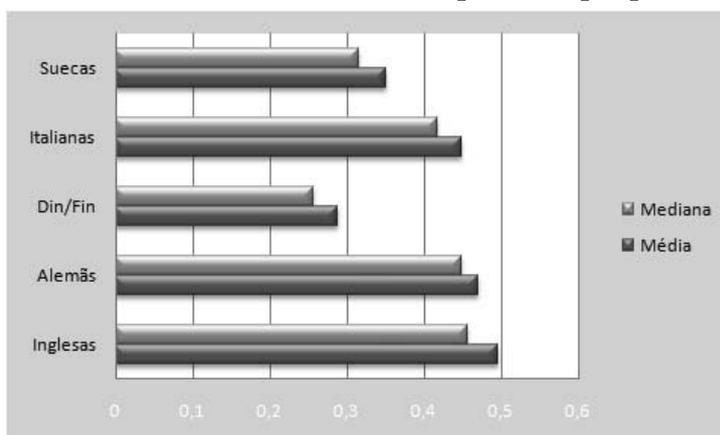
Numa primeira análise dos dados, a variável a explicar mostrava ter valores substancialmente diferentes entre as empresas dos vários países da amostra, conforme se pode ver no gráfico nº 3, que apresenta as médias e as medianas do *dividend payout* por país. Seguindo a linha de outros trabalhos (como Vieira e Raposo (2007), por exemplo) que tentaram encontrar diferenças entre a política de dividendos de



Quadro n° 3 – Definição operacional das variáveis métricas

Variáveis	Fórmula
Variável dependente: Política de dividendos (<i>Payout</i>)	$Y = RD_{1996} / RL_{1996}$ RD_{1996} - Resultados distribuídos do ano; RL_{1996} - Resultados líquidos do mesmo ano;
Variáveis independentes:	
Rendibilidade (rendib)	$X_1 = RO_{1996} / ATL_{1996}$ RO_{1996} = Resultados operacionais do ano; ATL_{1996} = Activo total líquido do ano;
Dimensão (dimens)	$X_2 = \ln ATL_{1996}$
Risco/dispersão das vendas (risco)	$X_3 = \hat{\sigma}(VT_{1996}) / \overline{VT}$ $\hat{\sigma}$ = Desvio padrão da variância do valor; VT = Vendas e prestação de serviços do ano; \overline{VT} = Valor médio das Vendas e das prestação nos 3 últimos anos;
N° de investidores (invest)	$X_4 = \ln n^{\circ} investidores$
Crescimento dos resultados (crescime)	$X_5 = \Delta RL_{1996} / RL_{1995} = (RL_{1996} - RL_{1995}) / RL_{1995} $
Crescimento dos resultados no ano seguinte (resfutur)	$X_6 = \Delta RL_{97} / RL_{96} = (RL_{97} - RL_{96}) / RL_{96} $
Investimento total (invesm)	$X_7 = \Delta ATL_{1996} / ATL_{1995} = (ATL_{1996} - ATL_{1995}) /$
Endividamento total (endivi)	$X_8 = PT_{1996} / ATL_{1996}$ PT = Passivo total no ano considerado;
Crescimento das vendas (crescven)	$X_9 = (VT_{1996} - VT_{1995}) / VT_{1995}$ VT - valor das Vendas e/ou prestação de serviços empresa.
<i>Dividend Payout</i> 1995 (dividend95)	$X_{10} = RD_{1995} / RL_{1995}$ RD_{1995} - Resultados distribuídos no ano de 1995; RL_{1995} - Resultados líquidos de 1995;

Gráfico n° 3 – Valores médios e mediano da variável dependente por país



Quadro nº 4 – Variáveis propostas com poder explicativo⁷

Coeficiente de determinação (R^2) = 0,868		
Variáveis	Coeficiente (β)	Significância
Rendibilidade	-0,513	0,000
Crescimento dos resultados	-0,028	0,004
Investimento	-0,005	0,103
Endividamento	-0,006	0,817
Crescimento das vendas	0,251	0,000
<i>Dividend</i> 1995	0,021	0,215
Reino Unido	0,048	0,045
Dinamarca / Finlândia	-0,173	0,000
Suécia	-0,105	0,000
Fase 1 (Nascimento)	1,121	0,000
Fase1 dimensão	-0,034	0,011
Fase1 crescimento dos resultados	-0,026	0,171
Fase1 investimento	-0,030	0,002
Fase 1 crescimento das vendas	-0,475	0,000
Fase1 <i>dividend</i> 95	0,065	0,008
Fase2 risco	-1,299	0,000
Fase2 crescimento dos resultados	-0,241	0,000
Fase2 investimento	0,031	0,000
Fase2 endividamento	-0,106	0,001
Fase2 <i>dividend</i> 95	0,380	0,000
Fase3 investimento	0,004	0,239

vários países da Europa, introduziu-se então, como variáveis explicativas, variáveis binárias relativas às 5 sub-amostras aqui estudadas. Pretendeu-se, assim, diferenciar os resultados obtidos em termos de país de origem das empresas em causa.

Os resultados obtidos, apresentados no quadro nº 4, mostram que, das 10 variáveis financeiras propostas como explicativas do nível dos dividendos das empresas, somente 6 delas são estatisticamente significativas. Neste contexto, a rendibilidade, o crescimento dos resultados no período, o investimento, o endividamento, o crescimento das vendas e o *dividend payout* de 1995 (ano anterior) são variáveis explicativas da variável dependente (ou *dividend payout*).

Relativamente às variáveis *dummy* representativas da fase do ciclo de vida em que cada empresa da

amostra se encontrava, apenas a fase nascimento tem poder explicativo e apresenta um coeficiente positivo, contrariamente ao que se previa inicialmente. Os diversos países integrantes da amostra mostram também diferenças significativas, sendo que as empresas do Reino Unido são as que apresentam maior distribuição de resultados e os menores valores são referentes aos países do Norte da Europa: Suécia e Dinamarca e Finlândia (tal como se podia ver no gráfico nº3).

Os resultados permitem, então, diferenciar as equações da regressão para cada um dos países, nomeadamente, pelo valor da variável binária relativa ao país de origem que assume o valor da ordenada na origem.

Assim, para a Alemanha e Itália ficaria:

(1)

$$\hat{Y} = -0,520rendibil - 0,037crescime + 0,253crescven + 1,183fase1 - 0,037f1dim - 0,502f1crescv - 0,033f1invesm + 0,084f1div95 - 1,332f2risco - 0,231f2cresci - 0,110f2endivi + 0,026f2invesm + 0,397f2div95 + \varepsilon$$



Enquanto que para o Reino Unido ter-se-ia: (2)

$$\hat{Y} = 0,049 - 0,520rendibil - 0,037crescime + 0,253crescven + 1,183fase1 - 0,037f1dim - 0,502f1crescv - 0,033f1invesm + 0,084f1div95 - 1,332f2risco - 0,231f2cresci - 0,110f2endivi + 0,026f2invesm + 0,397f2div95 + \varepsilon$$

Para a Dinamarca / Finlândia seria: (3)

$$\hat{Y} = -0,176 - 0,520rendibil - 0,037crescime + 0,253crescven + 1,183fase1 - 0,037f1dim - 0,502f1crescv - 0,033f1invesm + 0,084f1div95 - 1,332f2risco - 0,231f2cresci - 0,110f2endivi + 0,026f2invesm + 0,397f2div95 + \varepsilon$$

E para a Suécia: (4)

$$\hat{Y} = -0,107 - 0,520rendibil - 0,037crescime + 0,253crescven + 1,183fase1 - 0,037f1dim - 0,502f1crescv - 0,033f1invesm + 0,084f1div95 - 1,332f2risco - 0,231f2cresci - 0,110f2endivi + 0,026f2invesm + 0,397f2div95 + \varepsilon$$

Os resultados apresentados rejeitam as hipóteses 2, 3, 4 e 5 relativas ao ciclo de vida e que previam que as empresas pagavam tanto mais dividendos quanto mais passavam pelas diversas fases do ciclo de vida até à maturidade, até entrarem em declínio até deixarem de os pagar, como foi proposto por Grullon *et al.* (2002) com a *maturity hypothesis*. Pelo contrário, os resultados mostram a fase de nascimento como a fase em que, possivelmente, as empresas pagam mais dividendos⁸ (já que a variável relativa à fase 1 é a única a entrar na regressão e tem um coeficiente positivo). A hipótese 1, que previa a influência do ciclo de vida organizacional na política empresarial de dividendos, é também rejeitada, uma vez que as fases, por si só, não explicam o *payout*. No entanto, quando estas estão em presença de determinadas condições, nomeadamente financeiras, já o explicam, pelo menos em parte, como evidenciam as variáveis que medem efeitos cruzados e que entraram nas regressões encontradas para cada país.

A hipótese 6 relativa à rentabilidade é rejeitada, uma vez que se previa uma relação positiva desta com a variável dependente, hipótese apoiada nas teorias da agência e da informação assimétrica e sinalização, e a relação encontrada, segundo os resultados da regressão em duas fases, é negativa. Eventualmente, a explicação poderá estar relacionada com o investimento efectuado, ou seja, maiores níveis de rentabilidade estão muitas vezes associados a maiores níveis de investimento e, assim, a menos resultados distribuídos.

Relativamente às hipóteses 7, 8 e 9, associadas a relações positivas da dimensão e do número

de investidores com os dividendos e negativa da variabilidade das vendas (risco) com os mesmos, estas são rejeitadas por não ter sido encontrado significância estatística destas variáveis no modelo encontrado. No entanto, alguns efeitos foram encontrados como aquele que a variável dimensão associada à primeira fase do ciclo de vida (nascimento) empresarial tem nos dividendos, ou o do risco associado à fase 2 (crescimento acelerado). O número de investidores é uma das variáveis mais usadas e aceites pelos diversos estudos relativos às políticas de dividendos das empresas europeias. Assim, Bancel *et al.* (2009), por exemplo, concluíram, de acordo com a teoria da agência, que os dividendos pagos pelas empresas da UE dependiam do nível de concentração dos investidores. No entanto, outros autores encontraram uma relação não linear entre as duas variáveis e que depende, não só da concentração da propriedade, mas também das características dos accionistas, com base no comportamento de empresas sedeadas no Reino Unido.

Relativamente à associação encontrada entre o crescimento dos resultados no exercício e o nível dos dividendos pagos pelas empresas, esta é de sinal negativo ao contrário do que previa a hipótese 10, proposta pela teoria da sinalização, com um comportamento possivelmente idêntico ao da variável rentabilidade. Assim, esta variável associada às fases 1 e 2 do ciclo de vida tem um efeito negativo na distribuição de resultados por parte da empresa.

O crescimento dos resultados no ano seguinte (1997), que também segundo a teoria da sinalização, teria uma relação positiva com os dividendos pagos

no exercício, corroborada por trabalhos como o de Goergen *et al.* (2009), não apresentou, neste estudo, evidência de explicarem a variável dependente.

As variáveis financeiras relativas ao investimento, ao endividamento, ao crescimento das vendas no exercício e ao nível dos dividendos do ano anterior (*dividend*95) mostraram ser estatisticamente significativas no modelo explicativo dos dividendos para as empresas dos 6 países da amostra. No entanto, as variáveis endividamento e crescimento das vendas apresentam neste trabalho uma relação positiva com os dividendos, contrariamente ao previsto nas hipóteses 13 e 14. Conforme a hipótese 12, baseada em conclusões como as do estudo de Gul (1999), o investimento mostrou ter uma associação negativa significativa com a variável dependente, enquanto que o *payout* relativo a 1995, também de acordo com a hipótese 15, evidencia uma associação positiva com a mesma. De salientar que, no que se refere a estudos tendo por base empresas europeias, esta relação é especialmente significativa para países como a Alemanha e a Itália como concluem Bancel *et al.* (2009).

Em relação aos efeitos cruzados encontrou-se, também, relação entre os dividendos e o investimento consoante a fase do ciclo de vida em que a empresa se encontra. Assim, na fase 1 o investimento tem efeito negativo e nas fases 2 e 3 este tem efeito positivo sobre a política de distribuição de resultados (na última o efeito é, contudo, inferior).

Também outras variáveis financeiras apresentam efeitos cruzados com a fase do ciclo de vida em que determinada empresa se encontra. Assim, o endividamento, conjugado com a situação da empresa na fase 2, apresenta relação negativa com a variável dependente, enquanto que na fase 1, o crescimento das vendas está negativamente relacionado com a política de dividendos. O *dividend payout* relativo ao ano anterior, associado às fases 1 ou 2, tem efeito positivo nos dividendos do exercício (sendo este efeito maior no caso da fase 2).

Tendo em conta as equações encontradas por país de origem das empresas da amostra, pode-se observar que o Reino Unido apresenta, tendencialmente, uma política de dividendos mais generosa, seguida da Alemanha e da Itália, com o mesmo tipo de *dividend payout*, e por fim, os países do norte da Europa como a Dinamarca, a Finlândia e a Suécia. Destes, o conjunto da Dinamarca e da Finlândia é o que apresenta uma política de dividendos mais restritiva,

tendo por base o valor da ordenada na origem e que é o factor distintivo das equações apresentadas. Se, por um lado, era previsível que o Reino Unido apresentasse níveis de dividendos mais elevados, conforme conclusões do trabalho efectuado por Eije e Megginson (2006), relativamente aos países da Europa continental [como também foi referido por La Porta *et al.* (2000)], por outro, as conclusões relativas aos países escandinavos não estão totalmente de acordo com o esperado, uma vez que, segundo os mesmos autores, as empresas dos países da zona euro são as que pagam menores dividendos, em relação a empresas como as inglesas, suecas ou dinamarquesas, por exemplo⁹.

A ideia geralmente aceite de que os dividendos se concentram, cada vez mais, em empresas grandes, muito rentáveis e com poucas oportunidades de investimento não é comprovada pelos resultados deste trabalho. Aliás, nas conclusões do seu trabalho, Dennis e Osobov (2008) ligaram a confirmação desta hipótese, através dos resultados obtidos, com a teoria do ciclo de vida empresarial (e com a *free cash-flow hypothesis*). Assim, as empresas de maior dimensão, mais rentáveis, com baixo nível de investimento e com mais *free cash-flow* seriam as mais maduras e as que, portanto, pagariam os dividendos mais elevados. Do presente estudo apenas se pode concluir que, em determinadas condições, algumas fases do ciclo de vida das empresas podem ter alguma influência na política de dividendos das mesmas.

6. SÍNTESE CONCLUSIVA E CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com este trabalho pretendeu-se testar o poder explicativo da fase do ciclo de vida da empresa e dos principais determinantes financeiros da política de dividendos apontados, essencialmente, por estudos efectuados no âmbito das teorias da agência e da informação assimétrica e sinalização. Assim, para além do perfil do comportamento dos dividendos ao longo da vida da empresa, a rentabilidade, a dimensão, a variabilidade das vendas, o número de investidores, o crescimento dos resultados no presente e no ano seguinte, o investimento, o endividamento, o crescimento das vendas ou o *payout* do ano anterior, foram testados como explicativos da política de dividendos. Este estudo, tal como tem vindo a ser cada vez mais frequente nos últimos anos, baseou-se também na informação relativa a empresas europeias, utilizando uma amostra de 517 empresas alemãs, dinamarquesas, finlandesas, inglesas, italianas e suecas.



As conclusões rejeitam as hipóteses relativas ao ciclo de vida da empresa, isto é, os resultados mostram que a fase em que a empresa se encontra não explica a sua política de dividendos. No entanto, esta em conjugação com algumas variáveis financeiras (variáveis para medir efeitos cruzados) parecem ter poder explicativo do *payout*. Algumas variáveis financeiras aparecem aqui por si só explicativas do *payout* para todos os países do estudo: rendibilidade, crescimento dos resultados, investimento, endividamento, crescimento das vendas, e *payout* relativo ao ano anterior. No entanto, apenas as relações negativas encontradas entre o investimento e o endividamento e positiva entre o *dividend payout* do ano anterior, por um lado, e a variável dependente ou *dividend payout*, por outro, estiveram de acordo com as hipóteses previamente enunciadas.

Durante a realização do presente estudo, algumas limitações surgiram sem possibilidade de serem ultrapassadas. Assim, algumas variáveis a testar não puderam ser operacionalizadas (uma vez que algumas informações não foram possíveis de obter, já, como por exemplo, os dados relativos aos gestores / administradores das empresas), algumas observações foram retiradas da amostra por existirem dados incompletos (o que levou a incluir apenas empresas de 6 países europeus), a utilização de dados de natureza seccional limitou o âmbito da análise (uma vez que a utilização simultânea de dados de natureza cronológica e seccional permitiria outras abordagens e conclusões enriquecidas), entre outras. Para trabalhos futuros pretende-se, assim, tentar colmatar as limitações referidas, através de um maior número de variáveis explicativas, utilizando observações de um maior número de países para que seja possível estabelecer comparações e criar um modelo que possa cruzar dados de natureza cronológica e seccional.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALONSO, P. A., F. L. ITURRIAGA e J. R. SANZ (2005): "Financial decisions and growth opportunities: a spanish firms panel data analysis", *Applied Financial Economics*, vol. 15, nº6, pp. 391-407.

BANCEL, F., N. BHATTACHARYYA e U. R. MITOO (2009): "Cross-country determinants of payout policy: a survey of European firms", in: Baker, H. K., *Dividends and dividend policy*, John Wiley Kolb Series in France, pp. 71-93.

BHATTACHARYYA, S. (1979): "Imperfect information, dividend policy and 'the bird in the hand' fallacy", *Bell Journal of Economics*, vol. 10, nº1, pp. 259-270.

DENIS, D. J. e I. OSOBOV (2008): "Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy", *Journal of Financial Economics*, vol. 89, nº1, pp. 62-82.

EIJE, J. H. e W. L. MEGGINSON (2006): "Dividend policy in the European Union", Social Science Research Network (SSRN), *Electronic Papers Collection*, Março (papers.ssrn.com/).

GHOSHEN, Z. (1995): "Shareholder dividend options", *Yale Law Journal*, nº 104, pp. 881-932.

GOERGEN, M., L. RENNEBOOG e L. C. SILVA (2009): "Dividend policy of German firms". In: Baker, H. K., *Dividend policy and corporate governance*, John Wiley Kolb Series in France, pp. 447-463.

GRULLON, G., R. MICHAELLY e B. SWAMINATHAN (2002): "Are dividend changes a sign of firm maturity?", *The Journal of Business*, volume 75, nº3, Julho, pp. 387-424.

GUL, F. A. (1999): "Growth opportunities, capital structure and dividend policies in Japan", *Journal of Corporate Finance*, volume 5, nº 2, Junho 1999, pp. 141-168.

GUP, B. e P. AGRAWAL (1996): "The product life cycle: a paradigm for understanding financial management", *Financial Practice and Education*, Outono/Inverno, pp. 41-48.

HOLDER, M. E., F. W. LANGREHR e J. L. HEXTER (1998): "Dividend policy determinants; an investigation of the influences of stakeholder theory", *Financial Management*, vol. 27, nº3, Outubro, pp. 73-82.

HOLT, R. W. (2003): "Investment and dividends under irreversibility and financial constraints", *Journal of Economics Dynamics & Control*, nº 27, pp. 467-502.

JENSEN, M. C. (1986): "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review*, vol.76, nº2, 332-329.

LA PORTA, R., F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER e R. W. VISHNY (2000): "Agency problems and dividend policies around the world", *Journal of Finance*, American Finance Association, vol. 55, nº1, pp. 1-33.

PINTO, P. (1997): *Regressores dummy e sua aplicabilidade no modelo clássico de regressão linear*, 2 volumes, Tese de mestrado, Faculdade de Economia, Universidade do Algarve, Faro.

ROZEFF, M. (1982): "Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios", *Journal of Financial Research*, vol. V, nº3, pp. 249-259.



SALSA, M. L. (2009): *A política de dividendos e o ciclo de vida das empresas*, tese de doutoramento, Faculdade de Economia da Universidade do Algarve, não publicada.

TRIGUEIROS, D. (1995): "Accounting identities and the distribution of ratios", *British Accounting Review*, nº 27, pp 109-126.

VIEIRA, E. e C. RAPOSO (2007): "Lower propensity to pay dividends? New evidence from Europe", *SSRN Electronic Papers Collection*, Janeiro (papers.ssrn.com/).

Notas de Fim

1- Tal como as cláusulas restritivas dos contratos de empréstimo ou os sistemas de informação e controlo de gestão implementados, por exemplo.

2- No entanto, uma retenção dos resultados pode não ser necessariamente percebida pelos investidores como negativa. Em fases de crescimento, pode fazer sentido privilegiar o autofinanciamento e maiores retenções de resultados. Assim, os investidores não valorizam apenas por dividendos mas a capacidade da empresa para gerar *cash-flow*.

3- Encargos suportados com a emissão de financiamentos externos ou custos de subinvestimento, por exemplo.

4- Chamados pelo autor *dissipative costs*. No limite, estes poderiam levar à insolvência da empresa ou ao despedimento dos gestores.

5- Para caracterizar as empresas relativamente à fase do ciclo de vida em que estas se encontravam optou-se por recorrer à taxa de crescimento das vendas para os 6 anos, entre 1991 e 1997, e utilizar-se o critério da taxa de crescimento das vendas por fases do ciclo de vida proposto por Gup e Agrawal (1996).

6- As variáveis de efeitos cruzados são, então, obtidas através da multiplicação das variáveis financeiras (X_t) pelas variáveis *dummy* ou fases do ciclo de vida (D_t), isto é: ($X_t \times D_t$). As novas variáveis terão o valor igual a X_t sempre que $D_t = 1$ (fase do ciclo de vida em que se encontram) e o valor igual a zero nas restantes situações.

7- O termo constante não apresentava significância estatística. A regressão apresenta um bom poder explicativo, um R^2 de 80%, mesmo num modelo sem o termo constante, é um valor elevado. Existem duas razões habituais para um termo constante não ser significativo neste tipo de modelos, segundo Trigueiros (1995). A primeira é o uso de variáveis *dummy*, o qual, em alguns casos, pode absorver o efeito do termo constante e a segunda razão é

a utilização dos rácios, por definição, passam todos pela origem (caso contrário não são válidos).

8- Possivelmente porque a dimensão, o crescimento das vendas e o investimento nesta fase têm uma relação negativa com os dividendos, como mostram os coeficientes encontrados para estas variáveis de efeitos cruzados.

9- Segundo Bancel *et al.* (2009), as empresas escandinavas têm mostrado uma forte tendência para pagamento de uma determinada percentagem dos resultados sob a forma de dividendos e os gestores de empresas sedeadas no continente, como as empresas alemãs e italianas, dão maior importância às alterações sustentáveis na política de dividendos.

Submetido: 28.06.2010

Aceite: 30.10.2010