

MESTRADO
CONTABILIDADE E CONTROLO DE GESTÃO

A Política de Dividendos e a Criação de Valor

Maria Aurora Camelo Pimenta Nunes

M

2025



A Política de Dividendos e a Criação de Valor

Maria Aurora Camelo Pimenta Nunes

Dissertação

Mestrado em Contabilidade e Controlo de Gestão

Orientado por

Professor Doutor Miguel Augusto Gomes Sousa

2025

Agradecimentos

Findado mais um capítulo neste livro que é a vida, não posso deixar de expressar o mais profundo agradecimento a todos os que me apoiaram e, dessa forma, contribuíram para que tal fosse possível.

Primeiramente agradeço ao Professor Doutor Miguel Sousa, meu orientador, por toda a disponibilidade, compreensão, incentivo e apoio manifestado ao longo deste percurso. A sua experiência e sugestões preciosas foram essenciais à elaboração deste estudo.

A todos os professores que ao longo deste mestrado contribuíram para a minha formação, deixo o meu agradecimento.

Por fim, gostaria de expressar o meu sincero agradecimento à minha família, em especial aos meus pais, e aos meus amigos, pelo constante apoio e por sempre acreditarem em mim mesmo nos momentos mais difíceis.

A todos os que tornaram esta experiência possível, o meu profundo obrigada.

Resumo

O objetivo primordial da maioria das empresas é a criação de valor, sendo uma gestão de qualidade uma condição necessária para o atingir. O acionista pode ser compensado por essa criação de valor através do montante de dividendos distribuído ou pela valorização do valor das ações. No entanto, apesar dos dividendos serem a principal fonte de remuneração dos acionistas, não é claro o impacto da política de dividendos na criação de valor das empresas, o que tem vindo a gerar grande controvérsia no contexto da literatura financeira sendo até entendido, por autores, como um *puzzle* ainda sem resolução.

Estudos iniciais sobre o tema defendem a “irrelevância da política de dividendos”, no entanto, autores posteriores expõem argumentos para a invalidade da tese apresentada inicialmente, alegando a existência de relações entre a política de dividendos e o valor das empresas. Este trabalho pretende contribuir para essa discussão.

Numa primeira fase este trabalho contempla uma revisão de literatura, onde serão apresentadas as principais teorias sobre o tema da distribuição de dividendos. Numa segunda fase, através de uma abordagem empírica, será analisado em que situações a distribuição (retenção) de dividendos tem um impacto positivo (negativo) na performance operacional e financeira da empresa. Utilizando-se uma metodologia quantitativa, através de indicadores financeiros (ROA, ROE) e não financeiros (número de acionistas, estrutura de financiamento e por fim os *cash flows* gerados), procura-se identificar quais as condições ideais para a distribuição (não distribuição) de dividendos. Para tal, será realizada uma análise comparativa entre diferentes empresas cotadas nas bolsas NASDAQ e NYSE com políticas de dividendos diferenciadas, no período 2018-2023.

Com este estudo procura-se contribuir para a compreensão de quais as situações em que a distribuição (não distribuição) de dividendos influencia positiva (negativamente) a performance operacional das empresas.

Palavras-chave: Política de dividendos, Criação de valor, NASDAQ, NYSE.

Abstract

The primary objective of most companies is value creation, and quality management is a necessary condition for achieving it. Shareholders may be compensated for this value creation through the amount of dividends distributed or through share price appreciation. However, despite dividends being the main source of shareholder remuneration, the impact of dividend policy on corporate value creation remains unclear. This has generated considerable controversy in financial literature, and some authors even consider it an unsolved puzzle.

Initial studies on the topic advocate the "irrelevance of dividend policy," however, later authors present arguments that invalidate this initial thesis, claiming the existence of a relationship between dividend policy and corporate value. This paper aims to contribute to this discussion.

Initially, this paper includes a literature review, where the main theories on dividend distribution will be presented. In a second phase, using an empirical approach, we will analyze the situations in which dividend distribution (retention) has a positive (or negative) impact on a company's operational and financial performance. Using a quantitative methodology, through financial indicators (ROA, ROE) and non-financial indicators (number of shareholders, financing structure, and finally, cash flows generated), seeks to identify the ideal conditions for dividend distribution (or non-distribution). With this aim, a comparative analysis will be conducted between different companies listed on the NASDAQ and NYSE exchanges with different dividend policies, from 2018 to 2023.

This study aims to contribute to the understanding of the situations in which dividend distribution (or non-distribution) positively (or negatively) influences companies' operational performance.

Keywords: Dividend Policy, Value Creation, NASDAQ, NYSE

Índice

Agradecimentos	i
Resumo.....	ii
Abstract.....	iii
Índice de tabelas.....	vi
Índice de Figuras.....	viii
Lista de Siglas	ix
1 Introdução.....	1
2 Rácios e indicadores.....	3
3 Revisão da literatura.....	5
3.1 A irrelevância da política de dividendos.....	5
3.2 A relevância da política dos dividendos	6
3.2.1 Teoria da influência dos impostos.....	6
3.2.2 Teoria da agência.....	7
3.2.3 Teoria da sinalização.....	8
3.2.4 Teoria do Ciclo de Vida das Empresas.....	11
3.2.5 Teoria Residual	13
3.2.6 Teoria Bird in the Hand.....	14
4 Questões e hipóteses de investigação.....	15
5 Metodologia	16
5.1 Recolha de dados.....	16
5.2 Análise descritiva dos dados	19
5.2.1 Análise 1 – Sem recompra de ações.....	20
5.2.2 Análise 2 – Com recompra de ações.....	24
5.3 Testagem e análise dos resultados.....	27
5.3.1 Análise 1 – Sem recompra de ações.....	28
5.3.1.1 Não distribuem dividendos.....	28

5.3.1.2	Distribuem dividendos	32
5.3.2	Análise 2 – Com recompra de ações.....	36
5.3.3	Discussão dos resultados	41
6	Conclusão.....	45
	Referências Bibliográficas.....	47

Índice de tabelas

Tabela 1 - Características Financeiras do Ciclo de Vida das Empresas	12
Tabela 2 - Divisão da amostra por empresas que pagam/não pagam dividendos e boas e más empresas, sem consideração de recompras.....	17
Tabela 3 - Divisão da amostra por empresas que pagam/não pagam dividendos e boas e más empresas, com consideração de recompras	19
Tabela 4 - Divisão da amostra anualmente pelas empresas que pagam/não pagam dividendos, pelo ROA e ROE, para a análise 1	20
Tabela 5 - Número de observações, valores médios e medianos para os grupos de empresas que pagam /não pagam dividendos, pelos diversos indicadores em análise, para a análise 1.	22
Tabela 6 - Divisão da amostra anualmente pelas empresas que pagam/não pagam dividendos, pelo ROA e ROE, para a análise 2.....	24
Tabela 7 - Número de observações, valores médios e medianos para os grupos de empresas que pagam /não pagam dividendos, pelos diversos indicadores em análise, para a análise 2	25
Tabela 8 - Número de observações, valores médios para os grupos de empresas que pagam dividendos, pelos diversos indicadores em análise, para as análises 1 e 2	26
Tabela 9 - Número de observações, valores médios e medianos para boas/más empresas agrupadas pelo ROA que não pagam dividendos, pelos diversos indicadores em análise, para a análise 1	29
Tabela 10 - Número de observações, valores médios e medianos para boas/más empresas agrupadas pelo ROE que não pagam dividendos, pelos diversos indicadores em análise, para a análise 1	31
Tabela 11 - Número de observações, valores médios e medianos para boas/más empresas agrupadas pelo ROA que pagam dividendos, pelos diversos indicadores em análise, para a análise 1	33
Tabela 12 - Número de observações, valores médios e medianos para boas/más empresas agrupadas pelo ROE que pagam dividendos, pelos diversos indicadores em análise, para a análise 1	35
Tabela 13 - Número de observações, valores médios e medianos para boas/más empresas agrupadas pelo ROA que pagam dividendos, para os diversos indicadores em análise, para a análise 2.....	37

Tabela 14 - Número de observações, valores médios e medianos para boas/más empresas agrupadas pelo ROE que pagam dividendos, para os diversos indicadores em análise, para a análise 2.....	39
Tabela 15 - Diferenças medianas para os indicadores em análise, para empresas agrupadas pelo ROA/ROE que pagam/não pagam dividendos, para a análise 1 e 2.....	42

Índice de Figuras

Figura 1 - Divisão da amostra para estruturação da análise.	19
---	----

Lista de Siglas

DPA - Dividendo Por Ação

DY - Dividendo Yield

EBIT - Earnings Before Interest and Taxes

NASDAQ - National Association of Securities Dealers Automated Quotations

NYSE - New York Stock Exchange

PAY - Payout Ratio

PIB - Produto Interno Bruto

ROA - Return on Assets

ROE - Return on Equity

VAL – Valor Atual Líquido

1 Introdução

A maioria das empresas tem como principal objetivo a criação de valor de modo a obter reconhecimento e melhores resultados. Para tal, as mesmas necessitam de uma gestão eficaz e eficiente.

Os dividendos surgem como uma forma de remuneração dos acionistas pelo risco que os mesmos incorrem ao investirem nas empresas. No entanto, a política de dividendos adotada pelas empresas não é uniforme, podendo a empresa decidir se irá distribuir (em parte ou no seu todo) os lucros apurados no final do exercício económico ou então mantê-los para reforço do caixa ou para investimento em projetos rentáveis. Deste modo, ainda que o pagamento de dividendos possa ser visto pelos investidores, atuais e potenciais, como algo atrativo, tal pode não ser o ideal, do ponto de vista da empresa. Por esse motivo, a decisão sobre a política de dividendos é considerada como algo deveras importante, podendo interferir na performance financeira das empresas e consequentemente no desenvolvimento económico, tal como afirmam Dang et al. (2021) e Kanakriyah (2020).

Visto que a política de dividendos adotada pelas empresas possui diversas especificidades e vicissitudes, tais como a possibilidade de economia de impostos, a capacidade de financiamento da atividade da empresa pela retenção de dividendos ou ainda a possível ocorrência de conflitos de interesses, torna-se um tema de debate, já amplamente abordado desde 1961, por Miller e Modigliani. No entanto, nenhuma teoria sobre qual política de dividendos ideal a adotar é consensual, tal como afirmam Al-Najjar e Kilincarslan (2019) e Boďa e Jeřábek (2024). Dessa forma, a política de dividendos torna-se para Brealey et al. (2022) um dos dez importantes temas na área de finanças ainda sem resolução, visto estar assente em diversas condicionantes, tais como panoramas micro e macroeconómicos, imposições fiscais, conflitos de interesses entre os diversos *stakeholders*, entre outros fatores. Do mesmo modo, estudos sobre a política de dividendos são considerados de elevada relevância para a gestão financeira, uma vez que contribuem não apenas para melhores práticas de gestão, mas também como fontes de informação para a compreensão do funcionamento dos mercados de capitais (Miller e Modigliani, 1961).

Pelos motivos apresentados, esta dissertação procurará aprofundar o conhecimento sobre a política de dividendos e contribuir para dar resposta à questão de em que situações a distribuição (retenção) de dividendos tem um impacto positivo na performance operacional e financeira das empresas, tal como sugere Brealey et al. (2022). Para isso, será analisado um

conjunto de indicadores da performance operacional e financeira das empresas (tais como, a estrutura de capitais, estrutura acionista e os *cash flows* gerados) por forma a tentar perceber quais as características de uma empresa que fazem com que o pagamento (retenção) de dividendos tenha um impacto positivo na performance operacional e financeira das empresas.

Este trabalho encontra-se organizado em 6 secções principais. Estando as mesmas distribuídas da seguinte forma: iniciando com o capítulo 2 onde serão apresentados conceitos fundamentais, seguidamente no capítulo 3 proceder-se-á à revisão de literatura, contextualizando-se as principais teorias sobre a política de dividendos, no capítulo 4 serão expostas as questões, bem como as hipóteses de investigação, o capítulo 5 descreverá a metodologia a ser aplicada, contemplando a recolha dos dados, a análise descritiva e a testagem e a discussão dos mesmos. Por fim, no capítulo 6 serão apresentadas as principais conclusões.

2 Rácios e indicadores

Os dividendos representam uma forma de remuneração efetuada pelas empresas aos seus detentores de capital a fim de compensar os mesmos pelo risco incorrido ao investirem na empresa. Os valores a serem distribuídos sob a forma de dividendos são decididos anualmente pelos gestores, no entanto, estes são aprovados em assembleia geral pelos próprios acionistas. Sendo assim, a decisão inicial sobre o montante de dividendos compete ao Órgão de Gestão, sendo o mesmo a decidir se a melhor estratégia a ser seguida passa pela distribuição de dividendos ou então pela sua retenção para posterior investimento em projetos rentáveis.

Os indicadores mais utilizados habitualmente para medir a política de dividendos são o dividendo por ação, o *dividend yield* e o *payout ratio*.

O dividendo por ação (DPA) é calculado pela divisão entre os dividendos totais, distribuídos num determinado período (normalmente anual), e o número total de ações em circulação. Este indicador refere-se ao valor de dividendos que cada acionista irá receber de acordo com a participação que detém na empresa.

O *dividend yield* (DY) é apresentado em percentagem e calculado pela divisão entre o DPA e o preço da ação (cotação/valor de mercado da ação). Este indicador representa o retorno em dividendos que cada acionista tem como expectativa receber, anualmente, tendo em conta o valor da ação. Quanto mais elevado for o DY, mais atrativa se torna a empresa. De notar, no entanto, que caso este indicador seja muito elevado, tal poderá indicar que as ações da entidade se encontram subvalorizadas, o que poderá representar problemas financeiros.

Relativamente ao *payout ratio* (PAY) este indicador é também apresentado em percentagem, sendo calculado através da divisão entre o valor total dos dividendos distribuídos e o valor do resultado líquido da empresa, ambos tendo em conta um período específico de normalmente um ano. Este rácio indica a percentagem de lucro que uma empresa distribui na forma de dividendos. Um PAY elevado pode indicar que a entidade está a distribuir aos acionistas grande parte dos lucros obtidos no período (ou até mais do que os lucros obtidos), no entanto, tal também indica, em contrapartida, que a mesma não está a reter lucro suficiente para investir em projetos rentáveis necessários ao seu crescimento, sendo que tal situação poderá não ser ideal. Por esse motivo, apenas a análise destes indicadores poderá revelar-se limitadora aquando da tomada de decisão de investimento por parte dos acionistas atuais/possíveis.

Sendo assim, existem também outros indicadores financeiros a considerar para a análise

empresarial, tais como o *Return on Assets* (ROA) e o *Return on Equity* (ROE).

O ROA mede a capacidade da empresa em conseguir gerar lucros com os ativos de que é detentora. Sendo assim, este indicador é calculado pela divisão entre o Resultado Operacional (EBIT – Earnings Before Interest and Taxes) e o total do ativo. Deste modo, valores elevados deste indicador podem indicar que a empresa está a utilizar os seus ativos de maneira eficiente, visto que os ativos em que investiu estão a conseguir gerar lucro, por contrapartida, valores baixos deste indicador poderão evidenciar que o investimento efetuado nos ativos da empresa poderão revelar-se um mau investimento.

No que respeita ao ROE este indicador é utilizado para avaliar o retorno gerado pelo capital investido pelos acionistas. Sendo assim, o mesmo é calculado através da divisão entre o resultado líquido e o total dos capitais próprios, apresentado na demonstração financeira e no balanço patrimonial, respetivamente. Deste modo, um ROE elevado poderá indicar que o investimento na empresa, realizado pelos acionistas, é um bom investimento.

No entanto, para se retirarem conclusões acerca da saúde financeira de uma empresa é necessário, para além da análise dos indicadores financeiros, ter em consideração outros fatores, tais como o setor e o tamanho da empresa, comparando-a com as demais empresas que apresentam características semelhantes.

3 Revisão da literatura

Este capítulo tem como objetivo principal apresentar uma revisão da literatura referente às principais teorias formuladas sobre política de dividendos, propondo dar a conhecer inúmeras peças que contribuem para o desmembramento do *dividend puzzle*, expressão utilizada por Black (1976).

3.1 A irrelevância da política de dividendos

A teoria de Miller e Modigliani apresentada em 1961, também conhecida por Teoria da Irrelevância dos Dividendos, foi a primeira a surgir relativa ao tema dos dividendos, sendo que ela adota pressupostos simplificados, uma vez que estes se centram principalmente na existência de um mercado perfeito, ou seja, os investidores não possuem poder para influenciar o preço das ações no mercado. Assume-se a não existência de assimetria de informação, pelo que toda a informação relevante encontra-se disponível aos investidores. Paralelamente, é considerada a inexistência de impostos ou custos de transação, pressupondo que não existe qualquer diferenciação em termos de impostos aplicados a operações de distribuição ou retenção de dividendos. Adicionalmente, Miller e Modigliani (1961) apresentam também o conceito de comportamento racional, definido pela preferência do investidor por mais riqueza, não considerando relevante a forma como a mesma é distribuída a este, quer pela forma de dinheiro ou aumento do valor das suas ações no mercado. Por fim, é ainda apresentado o conceito de certeza perfeita, isto é, cada investidor conhece o investimento e desempenho futuro da empresa, sendo assim, assume-se que todos os investidores sabem exatamente o que esperar em termos de desempenho e retorno que a empresa lhes poderá fornecer. Ainda, é considerado que todas as empresas são financiadas apenas por capital, não existindo dívida, de modo a simplificar o modelo para que as conclusões não sejam enviesadas pela política de financiamento.

Pela assunção dos pressupostos enunciados por Miller e Modigliani (1961) os autores concluíram que a política de dividendos é irrelevante para o valor da empresa, não afetando o preço das ações e, conseqüentemente, o custo de capital. Sendo assim, a riqueza dos acionistas não é afetada pela decisão de distribuição ou retenção de dividendos.

A teoria sobre política de dividendos defendida por Miller e Modigliani (1961) foi o pilar de todas as posteriores teorias que emergiram ao longo do tempo, tal como afirma DeAngelo e DeAngelo (2006), dado retratar uma economia irreal através de pressupostos simplificados, no entanto, a mesma abriu caminho para que este fosse um tema de investigação, levando ao

surgimento de novas teorias cada vez mais próximas da realidade, ultrapassando as limitações apresentadas pela teoria defendida por Miller e Modigliani (1961). Por tais motivos esta é considerada uma das mais influentes teorias sobre a política de dividendos, apesar de refutada por diversas vezes, tal como apresentado por Bodřa e Jeřábek (2024).

3.2 A relevância da política dos dividendos

3.2.1 Teoria da influência dos impostos

Uma das principais falhas da teoria apresentada por Miller e Modigliani (1961) foi a não consideração de impostos na sua análise. Tal originou o surgimento de novas teorias, uma vez que, na realidade, os dividendos possuem um tratamento diferente do atribuído ao estudo sobre a irrelevância da política de dividendos.

O estudo apresentado por Miller e Scholes (1978) investiga como a decisão sobre a política de dividendos é impactada pela tributação. Os autores concluem que, quando os impostos sobre os dividendos são tributados mais severamente que os ganhos de capital, os investidores optam por empresas em que os lucros sejam retidos ao invés de serem distribuídos aos acionistas e vice-versa. Tais decisões ocorrem sobretudo pelo motivo de que os impostos aplicados são assumidos como uma diminuição do retorno acionista, visto que, quando comparados com ganhos de capital, estes podem vir a ser mais favoráveis (em termos fiscais) futuramente através da realização das ações. De forma complementar, a tributação dos dividendos ocorre no momento atual (em que os mesmos serão entregues aos acionistas), enquanto o ganho de capital através da venda das ações ocorrerá num momento futuro. Deste modo, a hipótese testada pelos referidos autores sugere que a minimização do *payout ratio* contribui para a maximização da riqueza acionista (criação de valor). Da mesma forma, Black (1976) afirma que, com a influência dos impostos, os investidores e as empresas deixam de ser indiferentes à política de dividendos a adotar, preferindo a distribuição de menores ou nenhuns valores sob a forma de dividendos. Ainda Black e Scholes (1974) procedem à divisão dos investidores em dois grupos, dependendo das suas preferências pelo pagamento de dividendos (mais elevados ou mais baixos). O primeiro grupo inclui indivíduos que são tributados mais severamente pelos ganhos de capital referentes à compra e venda de ações. Neste grupo inserem-se as empresas e os investidores que preferem o recebimento de dividendos. O segundo grupo, por contrapartida, representa os indivíduos mais severamente tributados pelo rendimento através de dividendos. Neste grupo encontram-se investidores para os quais os dividendos apresentam maiores taxas de tributação. Os autores identificam

ainda indivíduos que não revelam qualquer preferência por dividendos ou ganhos de capital, dado que estes são isentos de taxas. Após o estudo efetuado, Black e Scholes (1974) afirmam que a forma como os dividendos são tributados na esfera dos investidores têm influência nas suas decisões de investimento.

Poterba e Summers (1984) analisam a forma como a mudança de política de tributação influencia a distribuição de dividendos e o valor de mercado das ações. Os autores afirmam que diferenças na maneira como os dividendos são taxados têm efeito no prémio exigido pelos investidores.

Allen e Michaely (1995) estudaram a importância que os impostos representam na escolha da política de dividendos a adotar. Os mesmos verificaram que as diferentes taxas de imposto aplicadas não afetam apenas os preços das ações, como também exercem influência nas decisões de negociação por parte dos investidores. Deste modo, ações de elevado rendimento tornam-se menos atrativas para investidores que se fixam em escalões de tributação superiores, optando estes por ações de baixo rendimento.

Todas as teorias apresentadas seguem a mesma linha de pensamento, visto que revelam existir uma relação entre a política de dividendos, o modo de tributação destes e os ganhos de capital através da comercialização de ações. Neste sentido, as mesmas desafiam a teoria apresentada por Miller e Modigliani (1961) sobre o fato de esta não ter considerado um pressuposto significativo (os impostos).

3.2.2 Teoria da agência

A Teoria da Agência surgiu primeiramente com os autores Jensen e Meckling (1976). No estudo realizado sobre os custos de agência, foi defendido que dos diretores de empresas, que têm como tarefa administrar o dinheiro de outros (acionistas), não se espera que aqueles tomem decisões tão boas como os sócios de uma empresa que estejam incumbidos de administrar a mesma. Existindo, portanto, uma relação de agência. Esta relação é definida pelos autores como um contrato, onde o principal (sócio) contrata o agente (gestor) para realizar determinados serviços na ausência deste. Tal relação implica a atribuição de autoridade ao agente. Aquando da celebração do referido contrato, caso ambos os intervenientes tenham como objetivo maximizar o seu bem-estar, os autores afirmam que o agente nem sempre irá agir de forma a garantir a preservação dos interesses do principal.

Sendo assim, por forma a mitigar as discrepâncias de interesses entre o principal e o agente, a solução será estabelecer um sistema de incentivos de modo que os interesses de ambos

estejam assegurados. Portanto, para tal, o principal será obrigado a incorrer em custos de monitorização por forma a limitar a atuação do agente. Assim, os autores Jensen e Meckling (1976) defendem a impossibilidade de serem tomadas decisões, pelo agente, que prezem pelos interesses do principal, sem que este incorra em qualquer custo.

Posteriormente, Easterbrook (1984) tenta responder à questão sobre se os dividendos serão uma forma de alinhar os interesses dos gestores com os dos acionistas. A conclusão a que o autor chega é que os custos de agência são minimizados quando a empresa recorre ao mercado de capitais, visto que os novos investidores funcionam como limitadores das ações dos gestores, uma vez que monitorizam constantemente as ações dos gestores. Adicionalmente, Jensen (1986) refere ainda a importância da dívida para a redução dos custos de agência. O autor defende que empresas com elevados níveis de *free cash flows* têm maior probabilidade de os seus gestores destruírem valor, pelo que, a constituição de dívida faz com que estes fiquem vinculados a um contrato que especifica detalhadamente os seus termos e valores a despende, bem como as consequências do não cumprimento (*covenants*). Pelo que os gestores terão de agir em concordância com os interesses dos *stakeholders*, por forma a não diminuírem os resultados. Deste modo, os interesses dos *stakeholders* alinham-se com os do gestor, reduzindo os custos de agência. Por outro lado, DeAngelo e DeAngelo (2000) no seu estudo sobre a Times Mirror Company refutam a teoria apresentada por Easterbrook (1984) e Jensen (1986) de que a pressão para o pagamento de dividendos disciplina o desempenho operacional das empresas, visto que no caso concreto da Times Mirror Company, a gestão conseguiu contornar esta pressão recorrendo a fontes não operacionais (rendimentos de venda de ativos, saldos de caixa e novos empréstimos) para financiar os dividendos elevados e contínuos exigidos pelos acionistas.

3.2.3 Teoria da sinalização

A Teoria da Sinalização contradiz um dos pressupostos apresentados por Miller e Modigliani (1961) referentes à não existência de assimetria de informação, onde toda a informação relevante à tomada de decisão se encontra disponível aos investidores. Portanto, a Teoria da Sinalização foi criada a partir da premissa da existência de assimetria de informação entre acionistas e gestores.

A Teoria da Sinalização surgiu primeiramente com Lintner (1956), defendendo que os acionistas valorizam a previsibilidade dos dividendos, portanto, as empresas tendem a manter uma política de dividendos constante. As decisões sobre os dividendos são influenciadas

pelos lucros e o volume de negócios, no entanto, os gestores são relutantes à alteração da política de dividendos e apenas o fazem quando têm a certeza de que a irão conseguir mantê-la. Por tal motivo, Lintner (1956) afirma que os dividendos se mantêm razoavelmente estáveis, mesmo quando existem mudanças substanciais na economia, deste modo a política de dividendos não é modificada na mesma proporção em que variam os lucros.

Em contrapartida, Black e Scholes (1974) sugerem que as empresas conseguem aumentar o seu valor através do aumento do *payout ratio*. Sendo assim, os autores referem que, caso uma empresa apresente a capacidade de alterar o valor das suas ações através de variações no *payout ratio*, então as restantes empresas também possuirão tal capacidade. Estas variações terão como consequência a saturação da procura por empresas que pagam altos (baixos) dividendos, causando consequentemente um equilíbrio, perante o qual alterações na política de dividendos não terão qualquer impacto no valor da empresa. Contudo, os autores defendem também que uma diminuição nos dividendos poderá provocar, consequentemente, uma diminuição no valor das ações. No entanto, esta variação poderá ser temporária, uma vez que os investidores entenderão esta decisão como um sinal emitido pelos gestores a informar que tempos difíceis se avizinham. Porém, caso tal não suceda, ou então caso os gestores deixem claro que a diminuição nos dividendos se trata de uma estratégia conservadora de manutenção de capital, neste caso, a diminuição do valor da empresa será apenas temporária. Em suma, Black e Scholes (1974) sustentam a hipótese de que uma alteração na política de dividendos será entendida pelo mercado como um sinal sobre a trajetória que a empresa irá assumir futuramente, causando, consequentemente, uma alteração no valor da empresa. No entanto, esta variação será apenas temporária, assim que se compreender que a mesma não teve como causa uma possível alteração nos lucros ou rendimentos futuros.

Bhattacharya (1979) assume a existência de informação imperfeita dos investidores externos, relativamente à rentabilidade das empresas, considerando ainda que os dividendos são taxados mais ferozmente, em relação aos ganhos de capital, que a propriedade dos ativos é transferida ao longo do tempo para outros investidores e os ativos possuídos pela empresa geram fluxos de caixa perpétuos e identicamente distribuídos. Nestas circunstâncias, os dividendos funcionam como um sinal dos fluxos de caixa esperados, sendo assim, empresas rentáveis tendem a pagar mais dividendos, apesar de serem taxados mais severamente, por forma a diferenciarem-se das restantes.

Miller e Rock (1985) afirmam também a sua discordância com a teoria apresentada por Miller

e Modigliani (1961), relativamente à não existência de assimetria de informação entre os gestores e os possíveis acionistas. Adicionalmente, Miller e Rock (1985) referem ainda a sua não concordância com a teoria apresentada por Black e Scholes (1974), afirmando que as manipulações no valor da empresa nem sempre serão revertidas quando a verdade for revelada, o que ocorre quando existe a possibilidade de negociação das ações ao invés da sua posse apenas.

Posteriormente, Nissim e Ziv (2001) investigaram a relação existente entre as mudanças nos dividendos e os lucros futuros (avaliados tendo em conta o rédito e o rendimento), tendo concluído que aumentos nos dividendos estão positivamente relacionados com os lucros apresentados, pelo menos, nos quatro anos seguintes a esta alteração. Sendo assim, tal reforça a hipótese de que os gestores tendem a aumentar os dividendos quando recebem informações que indiquem um aumento dos ganhos futuros superior ao expectável. No entanto, tal afirmação não é equivalente quando se refere a decréscimos nos dividendos, ou seja, uma diminuição destes, não resulta necessariamente em uma diminuição futura dos lucros da empresa. Sendo assim, tal teoria apresenta algumas discrepâncias da demonstrada por Bhattacharya (1979), uma vez que esta não analisa os *cash flows*, mas os lucros, considerando também os dividendos como uma forma de sinalização do percurso futuro da empresa, verificando que esta relação apenas é efetiva quando se está perante o aumento dos dividendos.

Brav et al. (2005) defendem também a teoria apresentada por Lintner (1956) afirmando o conservadorismo da política de dividendos, visto que as empresas possuem uma relutância significativa para diminuírem o pagamento de dividendos, sendo o nível de dividendos pago considerado como garantido. Este conservadorismo afeta ainda as empresas que não procedem à distribuição de dividendos, visto que, devido à existência de tal relutância, as mesmas ponderam mais seriamente a decisão de iniciar o pagamento de dividendos, visto que tal é irreversível, uma vez que, após decidirem pagar dividendos, não existirá a possibilidade de deixar de pagar os mesmos. Kaplan e Cravazos (2020) afirmam que apenas 1% das empresas reduzem os dividendos. Brav et al. (2005) referem ainda que o aumento do *payout ratio* não possui como objetivo o destaque da empresa perante os seus concorrentes, confrontando a teoria apresentada por Black e Scholes (1974). Por fim, Brav et al. (2005) enumeram ainda as “regras do jogo” aquando da tomada de decisão sobre a política de dividendos a adotar, sendo elas: a redução dos dividendos causa penalidades severas; não se deve tomar decisões que façam com que as empresas se desviem consideravelmente da

concorrência, a empresa deve manter uma boa classificação de crédito; possuir uma ampla e diversificada base de investidores; e por fim, não tomar medidas que reduzam os *earnings per share* (EPS).

Kaplan e Cravazos (2020) apresentam o pagamento de dividendos como um compromisso que as empresas assumem perante os acionistas. Todavia, o pagamento de dividendos pode limitar o investimento da empresa em projetos futuramente rentáveis, originando que empresas com elevadas oportunidades de investimento moderem o pagamento de dividendos. Por contrapartida, empresas com poucas oportunidades de investimento tenderão a distribuir maiores níveis de dividendos. Assim sendo, empresas com elevadas oportunidades de investimento não são propícias a que uma alteração nos dividendos transmita informação sobre os lucros futuros, visto que a diminuição nos dividendos distribuídos será possivelmente explicada pelo investimento em projetos rentáveis. Por contrapartida, no caso de empresas com poucas oportunidades de investimento, os dividendos transmitirão informações sobre os lucros futuros. Portanto, Kaplan e Cravazos (2020) concluem que o mercado não espera que empresas com elevadas oportunidades de investimento mantenham os dividendos.

Este estudo vai de encontro ao defendido por Nissim e Ziv (2001) quando estes afirmam a existência de uma conexão entre o aumento dos dividendos e os lucros futuros e a não existência da mesma relação quando da diminuição dos dividendos, visto que os autores não esperam necessariamente uma diminuição nos lucros da empresa, pois, tal como Kaplan e Cravazos (2020) defendem, esta diminuição dos dividendos poderá ter como causa o investimento em projetos rentáveis.

3.2.4 Teoria do Ciclo de Vida das Empresas

Diversas teorias sobre o ciclo de vida das empresas têm surgido para compreender o impacto que as várias fases de maturidade (nascimento, expansão, maturidade e declínio) têm nas decisões financeiras das empresas, tais como a política de dividendos (Gup e Agrawal, 1996). Gup e Agrawal (1996) foram os pioneiros a entender as discrepâncias que existem entre as diversas fases das empresas e a estudarem o seu impacto na distribuição de dividendos. Uma vez que as fases da vida das empresas não são estáticas, os autores consideram a análise destes indicadores em pesquisas como algo fulcral. Sendo assim, a Tabela 1 ilustra as diferenças entre as diversas fases do ciclo de vida das empresas.

Tabela 1 - Características Financeiras do Ciclo de Vida das Empresas

Variáveis/Fases	Nascimento	Expansão	Maturidade	Declínio
Rendibilidade	Perdas	Lucros	Diminuição dos lucros	Diminuição do lucro ou prejuízo
Fluxos de Caixa	Negativo	Positivo baixo	Positivo elevado	Diminuição até ocorrerem perdas
Política de Dividendos	Sem distribuição	Poucos dividendos	Aumento dos dividendos	Elevados dividendos ou nenhuns em caso de perdas
Risco	Elevado	Elevado	Médio	Baixo

(Fonte: Adaptado de Gup e Agrrawal (1996))

Fama e French (2001) e DeAngelo et al. (2006) verificaram que existem três características com impacto na decisão de pagamento de dividendos, sendo elas: o lucro, as oportunidades de investimento e o tamanho das empresas. Fama e French (2001) concluíram que empresas com elevados lucros, mas baixas taxas de crescimento apresentam propensão para o pagamento de dividendos, enquanto empresas com baixos lucros, mas com elevadas oportunidades de crescimento (fase de nascimento), têm tendências a reter lucros, pela não distribuição de dividendos. Deste modo, esta teoria vai de encontro à teoria apresentada por Gup e Agrrawal (1996). Outra teoria que reforça as anteriores é a apresentada por DeAngelo et al. (2006), onde os autores analisam a estrutura de capitais através do rácio lucros retidos sobre o total do capital e o total dos ativos, considerando este rácio como uma *proxy* para o ciclo de vida das empresas. Através deste estudo, os autores revelam que empresas que se encontram nos primeiros estágios do seu ciclo de vida e possuem elevadas oportunidades de investimento, mas capital limitado, tenderão a reter dividendos quando o financiamento interno for mais barato que recorrer ao financiamento externo.

Bulan e Subramanian (2009) referem que, segundo a Teoria do Ciclo de Vida das Empresas relacionada com os dividendos, estas pagarão dividendos quando a sua taxa de crescimento e lucro se espera que venham a diminuir no futuro, ou seja, quando a maturidade é atingida. Portanto, os autores concluem que empresas nos estados mais embrionários raramente pagam dividendos, enquanto empresas mais maduras tendem a ter maior probabilidade de pagar dividendos. Grullon et al. (2002) também defendem esta teoria, afirmando que após

um aumento na distribuição de dividendos os lucros da empresa não só não aumentam como na verdade sofrem uma diminuição. Esta teoria é totalmente contrária à teoria da sinalização que refere que uma empresa pagará dividendos de modo a sinalizar a expectativas futuras de melhoria das condições da empresa tal como defendido por Black e Scholes (1974) e Bhattacharya (1979).

Por fim, Meza et al. (2020) procederam à análise da Teoria da Sinalização pelas diversas fases do ciclo de vida das empresas e verificaram que as alterações nos dividendos providenciam informação sobre os rendimentos futuros especialmente em empresas que estão nas fases de nascimento e expansão. No entanto quando se referem a empresas na fase de maturidade a Teoria da Sinalização não se verifica.

Em suma, verifica-se que todas as teorias apresentadas consideram o ciclo de vida das empresas como um fator a ter em conta aquando da análise da política de dividendos, uma vez que as empresas possuem estágios de vida bastante diversificados, o que pode contribuir para alguma heterogeneidade nas análises efetuadas. No entanto, todas as teorias referidas revelam uma tendência para uma maior distribuição de dividendos no caso de empresas em fase de maturidade.

3.2.5 Teoria Residual

A Teoria Residual da política de dividendos pressupõe que os dividendos apenas deverão ser distribuídos após a empresa ter financiado todos os projetos de investimento rentáveis. Deste modo, a política residual prioriza o investimento em projetos com VAL positivo, uma vez que apenas é distribuído aos sócios o remanescente após os investimentos necessários.

Miller e Modigliani (1961) deram os primeiros passos no que se refere a esta teoria, dado que entenderam a existência de uma relação entre a retenção de lucros e os ganhos de capital para empresas em crescimento, indicando que as empresas apenas deveriam distribuir dividendos após terem retido os fundos necessários para o investimento em projetos rentáveis. Autores como Jensen (1986) vêm reforçar esta teoria ao afirmarem que a não distribuição dos dividendos causa problemas de agência, visto que os gestores ficam com excesso de fluxo de caixa para utilizarem em projetos com VAL negativo. Easterbrook (1984) também aponta na direção da Teoria Residual quando refere que o pagamento de dividendos cria frequentemente necessidades de recurso a financiamento externo, uma vez que neste caso as empresas estão a distribuir mais dividendos do que o valor que deveriam, tendo de recorrer a financiamento externo, por forma a investirem em projetos rentáveis.

Segundo Smith (2011) apesar de existirem fortes argumentos a favor desta teoria, de modo a otimizar o valor e os recursos das empresas, ainda existem muitas empresas que não a colocam em prática, visto que diversos gestores consideram que os acionistas valorizam a constância do pagamento de dividendos, aproximando-se da teoria defendida por Lintner (1956).

3.2.6 Teoria Bird in the Hand

A Teoria Bird in the Hand assume que, num mundo onde a informação imperfeita prevalece, os dividendos são valorizados de forma diferente da retenção de capital. Esta teoria parte do pressuposto de que os investidores têm preferência pelo pagamento de dividendos aos futuros ganhos de capital. Sendo assim, aumentos no *payout ratio* elevarão o valor da empresa, uma vez que reduziriam a incerteza sobre o fluxo de caixa futuro.

Esta teoria apresenta-se incompatível com a de Miller e Modigliani (1961), referente à irrelevância da política de dividendos, uma vez que estes autores consideraram na sua análise o pressuposto da não existência de assimetria de informação. Por outro lado, apesar de a teoria apresentada por Bhattacharya (1979) ter em consideração a existência de informação imperfeita, o autor também não concorda com a Teoria Bird in the Hand, visto que, o mesmo afirma que é o risco da empresa (instabilidade dos *cash flows* de projetos futuros) que influencia o pagamento de dividendos e não os investidores que exercem essa influência.

Em contrapartida, Gordon (1959) estudou as três hipóteses que os investidores adquirem aquando da aquisição de partes de capital de uma empresa (apenas dividendos, apenas ganhos de capital e dividendos e ganhos de capital). Chegando à conclusão de que os investidores preferem receber dividendos, uma vez que estes são certos, contrariamente aos ganhos futuros de capital.

Da mesma forma, Lintner (1956) e Gordon (1963) consideram que os investidores optam por dividendos ao invés de ganhos de capital, visto que estes últimos apresentam elevada variabilidade, revelando-se sensíveis a choques empresariais e de mercado.

4 Questões e hipóteses de investigação

A abordagem do tema sobre a política de dividendos e a criação de valor tem como principal objetivo entender quando é que a distribuição (retenção) de dividendos tem um impacto positivo na performance operacional e financeira da empresa. Para tal, propõe-se a resposta às seguintes hipóteses de investigação:

Hipótese 1: A distribuição de dividendos tem um impacto positivo (negativo) na performance operacional e financeira no caso de empresas que têm uma estrutura acionista mais (menos) dispersa.

Hipótese 2: A distribuição de dividendos tem um impacto positivo (negativo) na performance operacional e financeira no caso de empresas que têm menor (maior) endividamento.

Hipótese 3: A distribuição de dividendos tem um impacto positivo (negativo) na performance operacional e financeira no caso de empresas que geram mais (menos) *cash flows*.

Com as hipóteses apresentadas, pretende-se verificar em que situações será ideal uma entidade proceder à distribuição (retenção) de dividendos.

5 Metodologia

A metodologia utilizada centrar-se-á na análise de indicadores (financeiros e não financeiros) que cateterizam as empresas que pagam e que não pagam dividendos e dentro de cada grupo de empresa na diferença desses indicadores entre as empresas com boa e má performance operacional e financeira no ano do pagamento (ou não) de dividendos. A análise será efetuada tanto para as empresas que pagam como para as empresas que não pagam dividendos, por forma a poder concluir-se quando será mais vantajoso proceder ou não à distribuição de dividendos.

A amostra selecionada terá por base dados de empresas listadas nas duas maiores bolsas dos Estados Unidos da América, uma vez que este país se mantém a maior economia mundial, com um PIB (Produto Interno Bruto) de cerca de 27 triliões de dólares, representando cerca de 26% do PIB mundial em 2023, dados retirados do *World Bank Group*.

Para além de os Estados Unidos da América estarem posicionados na vanguarda da economia, os mesmos possuem uma elevada diversidade de empresas e setores a operarem neste país, o que contribui para a formação de uma amostra mais abrangente, visto que tal poderá contribuir para modelos de políticas de dividendos bastante diversificados.

Simultaneamente, serão apenas analisadas empresas cotadas na Bolsa de Valores de Nova York NYSE (*New York Stock Exchange*) e NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*), dado tratar-se das duas maiores bolsas a nível mundial. Estas bolsas contribuem para uma amostra mais robusta e diversificada, visto que nelas estão listadas uma ampla variedade de empresas, setores, tamanhos e modelos de negócio. Por um lado, a bolsa NASDAQ opera com entidades mais orientadas para o crescimento, como, por exemplo, *start-ups*. Por outro lado, a bolsa NYSE possui empresas mais maduras, com negócios já estabelecidos no mercado.

A análise terá um período temporal de 6 anos, compreendendo o intervalo de 2018-2023, por forma a abranger o período pré e pós-pandemia Covid-19.

5.1 Recolha de dados

A amostra, constituída por um total de 39.356 observações, excluindo empresas e instituições financeiras e governamentais, foi obtida na base de dados Orbis. A amostra será dividida, por um lado, em empresas que pagam dividendos, constituída por um total de 12.722 observações, e, por outro lado, em empresas que não pagam dividendos, constituída por 26.634 observações. As duas subamostras foram, por sua vez, divididas em dois grupos: as

empresas com boa performance e má performance. A divisão destes dois últimos grupos foi realizada com base em indicadores financeiros (ROA e ROE), calculados anualmente, para o período em análise. A divisão da amostra em cada um dos grupos encontra-se apresentada na Tabela 2.

Tabela 2 - Divisão da amostra por empresas que pagam/não pagam dividendos e boas e más empresas, sem consideração de recompras

As empresas foram classificadas como boas/más através dos indicadores ROA e ROE calculados pela mediana de cada um destes indicadores para cada um dos anos do período em análise (2018-2023), onde valores acima da mediana são consideradas boas empresas e abaixo más. Não sendo consideradas empresas que apenas efetuam recompra de ações. O ROA foi calculado pela divisão do EBIT sobre o ativo e o ROE pelo resultado líquido sobre o capital próprio.

Sem recompra		Classificação (Boa/Má empresa)		
		Boa	Má	Total
Distribuição de dividendos	Sim	6.366	6.356	12.722
	Não	13.322	13.312	26.634
Total		19.688	19.668	39.356

A Tabela 2 evidencia que as empresas que não distribuem dividendos estão em maior número, revelando uma tendência para a retenção de dividendos.

A divisão foi efetuada através do cálculo anual da mediana do ROE e do ROA. Empresas com valores acima da mediana foram consideradas empresas com boa performance e abaixo, empresas com má performance. O ROA foi calculado através da divisão do EBIT pelo total do Ativo (5.1).

$$ROA = \frac{EBIT}{Ativo} \quad (5.1)$$

Enquanto o ROE foi calculado pela divisão do Resultado líquido pelo Capital Próprio (5.2).

$$ROE = \frac{Resultado\ Líquido}{Capital\ Próprio} \quad (5.2)$$

A escolha destes indicadores financeiros deve-se ao facto de ambos permitirem concluir acerca de diferentes áreas quanto à saúde económica das empresas. Relativamente ao ROA, o mesmo permite medir a capacidade de a entidade gerar lucros com os ativos de que é possuidora. Por outro lado, o ROE permite mensurar qual o retorno dos acionistas pelo

capital investido.

Deste modo, o número de observações apresentadas anualmente, para cada grupo da amostra, é igual, quer este tenha sido obtido através do ROA ou do ROE, o que difere são as empresas incluídas em cada grupo.

Por forma a finalizar a análise, para cada um dos grupos da amostra, são analisados indicadores que caracterizam as empresas, no ano em que foram selecionados os grupos. Os indicadores selecionados para análise são o número de acionistas, endividamento e, por fim, os *cash flows* gerados.

No que respeita ao número de acionistas, o mesmo será medido em unidades. Esta variável pretende analisar se a empresa possui uma estrutura acionista dispersa ou concentrada.

A estrutura de financiamento é obtida através do rácio de endividamento, calculado pela divisão da dívida total pelos capitais próprios (5.4).

$$\text{Endividamento} = \frac{\text{Dívida de curto prazo} + \text{Dívida de médio/longo prazo}}{\text{Capital Próprio}} \quad (5.3)$$

Este rácio permite obter conclusões acerca da estrutura de financiamento das empresas, visto que tal indicador evidencia o grau de financiamento, tendo em conta o seu património, ou seja, um grau de endividamento elevado, quando superior a 100%, revela que a entidade possui uma dependência significativa de capitais alheios.

Por fim, o último indicador selecionado para a análise será o *cash flow* pelo ativo, sendo calculado através da divisão dos *cash flows* operacionais e de investimento, pelo total do ativo (5.5).

$$\text{Cash flows ajustados} = \frac{\text{Cash Flow Operacional} + \text{Cash Flow Investimento}}{\text{Ativo}} \quad (5.4)$$

As empresas que apenas procederam à recompra de ações, foram excluídas da análise inicial, sendo que posteriormente foram adicionadas ao grupo de empresas que distribuem dividendos.

A Tabela 3 apresenta o número de empresas considerando aquelas que procederam à recompra de ações.

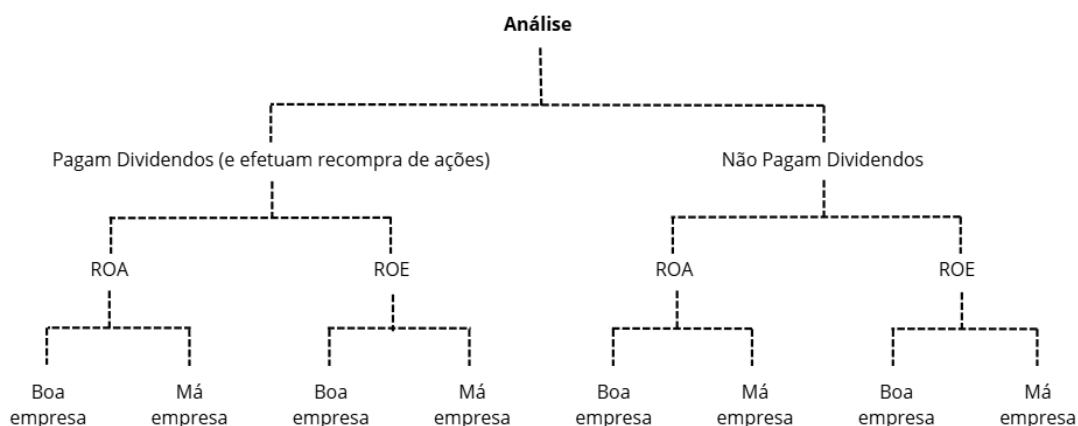
Tabela 3 - Divisão da amostra por empresas que pagam/não pagam dividendos e boas e más empresas, com consideração de recompras

As empresas foram classificadas como Boas/Más através dos indicadores ROA e ROE calculados pela mediana de cada um destes indicadores para cada um dos anos do período em análise (2018-2023), onde valores acima da mediana são consideradas boas empresas e abaixo más. Foram consideradas empresas que pagam dividendos e as que efetuam apenas recompra de ações. O ROA foi calculado pela divisão do EBIT sobre o ativo e o ROE pelo resultado líquido sobre o capital próprio.

Com recompra		Classificação (Boa/Má empresa)		
		Boa	Má	Total
Distribuição de dividendos (Sim/Não)	Sim	9.308	9.300	18.608
	Não	13.322	13.312	26.634
Total		22.630	22.612	45.242

A criação dos subgrupos pode ser visualizada na Figura 1. A constituição da amostra sem considerar as empresas que apenas recompram ações foi denominada de “Análise 1”, enquanto a amostra considerando aquelas empresas foi denominada de “Análise 2”.

Figura 1 - Divisão da amostra para estruturação da análise.



A análise destes indicadores terá como objetivo identificar uma relação entre diferentes indicadores e o pagamento ou não de dividendos, nas boas e más empresas.

5.2 Análise descritiva dos dados

Esta seção tem como objetivo a análise dos dados recolhidos e trabalhados. Para tal, irá proceder-se à análise detalhada de cada uma das variáveis. Esta análise permite realçar a evolução dos dados ao longo do período analisado, fornecendo um enquadramento adicional à análise, apesar de a amostra ter sido obtida de forma independente (não se considerando

nos mesmos grupos as mesmas empresas, anualmente).

Por forma a proceder-se à análise, os dados foram agrupados da seguinte forma:

1. Empresas que distribuem dividendos.
2. Empresas que não distribuem dividendos nem efetuam recompra de ações.
3. Empresas que distribuem dividendos ou recompram ações.

Estas análises foram realizadas a empresas boas e más caracterizadas através do ROA e posteriormente às caracterizadas através do ROE.

5.2.1 Análise 1 – Sem recompra de ações

Relativamente à análise 1, a divisão da amostra anualmente tendo em conta o ROA e o ROE para empresas que pagam e não pagam dividendos encontra-se apresentada na Tabela 4.

Tabela 4 - Divisão da amostra anualmente pelas empresas que pagam/não pagam dividendos, pelo ROA e ROE, para a análise 1

A divisão da amostra entre empresas que pagam e não pagam dividendos pelo indicador ROA e ROE foi efetuada anualmente para o período em análise (2018-2023). Não sendo consideradas empresas que apenas efetuam recompra de ações. O N evidencia o número de observações no período para cada um dos grupos e a mediana é o valor pelo qual foi efetuada a divisão entre boas e más empresas. O ROA foi calculado pela divisão do EBIT sobre o ativo e o ROE pelo resultado líquido sobre o capital próprio.

		Não paga dividendos		Paga dividendos	
		ROA	ROE	ROA	ROE
2018	N	1.697	1.697	1.025	1.025
	Mediana	-4,80%	-2,40%	7,59%	11,69%
2019	N	2.021	2.021	1.037	1.037
	Mediana	-8,17%	-5,72%	6,44%	10,96%
2020	N	2.240	2.240	1.027	1.027
	Mediana	-7,77%	-10,52%	4,64%	8,19%
2021	N	2.455	2.455	1.049	1.049
	Mediana	-5,60%	-7,43%	7,29%	12,94%
2022	N	2.443	2.443	1.096	1.096
	Mediana	-10,83%	-16,36%	7,29%	12,32%
2023	N	2.461	2.461	1.127	1.127
	Mediana	-10,96%	-11,97%	6,78%	11,16%

Nesta tabela, é possível identificar o número de observações, bem como o valor da mediana pelo qual a amostra foi subdividida entre boas e más empresas, anualmente. Verifica-se ainda que a amostra é constituída, anualmente, por mais empresas que não pagam dividendos do que as que pagam, o que pode indicar uma tendência maior para a relutância das empresas em procederem à distribuição de dividendos. Adicionalmente, é também possível notar que as empresas que procedem ao pagamento de dividendos apresentam valores positivos de mediana tanto para o ROA como para o ROE, ao contrário das empresas que não pagam dividendos, onde se verifica que os valores da mediana para ROA, como ROE, são negativos. Tais dados podem evidenciar que empresas que procedem à distribuição de dividendos apresentam valores superiores no que respeita aos indicadores de performance financeira e operacional.

A Tabela 5 apresenta o número de observações, a média e a mediana de cada uma das variáveis em análise (número de acionistas, rácio de endividamento e *cash flows* ajustados). Os valores apresentados foram retirados apenas para as empresas agrupadas pelo ROA, no entanto, os valores para as empresas agrupadas pelo ROE são os mesmos, uma vez que ambos contemplam as mesmas empresas da amostra, tal como pode ser observado na Tabela 4.

Tabela 5 - Número de observações, valores médios e medianos para os grupos de empresas que pagam / não pagam dividendos, pelos diversos indicadores em análise, para a análise 1.

A divisão da amostra entre empresas que pagam e não pagam dividendos não sendo consideradas empresas que apenas efetuam recompra de ações. O N evidencia o número de observações no período para cada um dos grupos. O número de acionistas encontra-se expresso em unidades. O rácio de endividamento foi calculado através da divisão da dívida pelo capital próprio. Os *cash flows* ajustados foram calculados pela divisão do *cash flow* operacional e de investimento pelo ativo.

		Número Acionistas	Rácio endividamento	<i>Cash flows</i> ajustados
Total	N	19.678	18.445	14.614
	Média	33	101%	-73%
	Mediana	7	19%	-2%
Não pagam dividendos	N	13.317	12.093	8.315
	Média	20	128%	-131%
	Mediana	6	2%	-15%
Pagam dividendos	N	6.361	6.352	6.299
	Média	60	48%	3%
	Mediana	7	66%	4%

No que respeita à primeira variável em análise, o número de acionistas, verifica-se que empresas que não pagam dividendos apresentam, em média, menos 1/3 dos acionistas (20) do número de acionistas das empresas que pagam (60). A mediana apresenta valores mais aproximados (6 acionistas para as empresas que não pagam dividendos face aos 7 das empresas que pagam. Realça-se ainda que tanto este indicador como os restantes (Rácio de endividamento e *cash flows* ajustados) apresentam os valores da média e da mediana bastante diferentes, o que pode indicar a presença de *outliers* na amostra, uma vez que, ao contrário da média, a mediana não é sensível a valores muito altos/baixos. Sendo assim, a análise efetuada terá apenas em conta os valores da mediana, visto que a mesma é mais fiável.

Relativamente ao rácio de endividamento, verifica-se, pela tabela 5, que a mediana indica que, no total, a amostra apresenta um rácio de endividamento de 19%, o que revela uma tendência para a maioria das empresas não possuírem dependência de financiamento. No que respeita à análise da subdivisão das empresas que não pagam e pagam dividendos, as primeiras revelam uma mediana de 2%, indicando que a maioria destas empresas quase não recorre a

financiamento externo. Do mesmo modo, as empresas que pagam dividendos também revelam financiar-se mais por capital do que por dívida, apresentando assim uma estrutura sólida e equilibrada, com níveis moderados de dívida.

Por fim, no que concerne aos *cash flows* ajustados, calculados através da fórmula 5.4, os mesmos indicam quanto dinheiro uma empresa consegue gerar, na atividade operacional e de investimento, em relação ao total dos ativos de que é possuidora.

Os valores expostos na Tabela 5 evidenciam que, no total da amostra, relativamente à mediana, as empresas tendem a apresentar um valor negativo de *cash flows* (-2%) o que indica que as empresas tendem a consumir mais caixa do que o que conseguem gerar. Procedendo à análise para as empresas que não distribuem dividendos, nota-se que estas apresentam valores medianos de *cash flows* ajustados bastante negativos, (-15%), tal indica que estas empresas não são capazes de gerar *cash flows* positivos. O que pode indicar que neste grupo se inserem empresas que se encontram, por exemplo, numa fase de vida embrionária, onde não conseguem gerar *cash flows* operacionais suficientes, tal como defendido por Gup e Agrawal (1996), ou então empresas que possuem oportunidades de investimento em projetos rentáveis, com VAL positivo, podendo estar, estes investimentos a consumir mais do que os *cash flows* operacionais que as empresas conseguem gerar com a sua atividade, o que vai de encontro com a Teoria Residual. Focando a análise em empresas que procedem à distribuição de dividendos, verifica-se que estas apresentam valores medianos de *cash flows* ajustados ligeiramente positivos de 4%. Tal indica que estas empresas apresentam maior maturidade e sustentabilidade financeira, visto que não apresentam dificuldades em gerar *cash flows* positivos através da sua atividade ou do investimento realizado.

Em suma, realça-se que a maioria das empresas que não procede à distribuição de dividendos tende a apresentar um menor número de acionistas, bem como um menor rácio de endividamento e apresenta dificuldades significativas em gerar *cash flows* positivos. Por contrapartida, a maioria das empresas que pagam dividendos apresentam mais acionistas, recorrem mais a dívida, apesar de manterem uma estrutura de capitais mais dependente de capital, e por fim, têm a capacidade de gerar *cash flows* positivos. Recorrendo à Teoria de Bird in Hand, os dados revelam que empresas que distribuem dividendos tendem a apresentar mais acionistas, sendo assim, tal vai de encontro à referida teoria que defende a preferência dos acionistas por dividendos. Por outro lado, os dados corroboram a Teoria da Agência, tal como defendido por Jensen (1986), o mesmo refere a dívida como uma forma de limitar a ação dos gestores e alinhá-la com os interesses dos sócios. Por fim, os *cash flows* positivos

apresentados para empresas que distribuem dividendos revelam uma relação com a Teoria do Ciclo de Vida das Empresas, mais especificamente com o que é defendido por Gup e Agrrawal (1996), que indicam que empresas mais maduras e estáveis tendem a distribuir dividendos.

5.2.2 Análise 2 – Com recompra de ações

Relativamente à análise 2, a divisão da amostra anualmente tendo em conta o ROA e o ROE para empresas que pagam e não pagam dividendos encontra-se apresentada na Tabela 6.

Tabela 6 - Divisão da amostra anualmente pelas empresas que pagam/não pagam dividendos, pelo ROA e ROE, para a análise 2

A divisão da amostra entre empresas que pagam e não pagam dividendos pelo indicador ROA e ROE foi efetuada anualmente para o período em análise (2018-2023). Foram consideradas empresas que pagam dividendos e as que efetuam apenas recompra de ações. O N evidencia o número de observações no período para cada um dos grupos e a mediana é o valor pelo qual foi efetuada a divisão entre boas e más empresas. O ROA foi calculado pela divisão do EBIT sobre o ativo e o ROE pelo resultado líquido sobre o capital próprio.

		Não paga dividendos		Paga dividendos	
		ROA	ROE	ROA	ROE
2018	N	1.697	1.697	1.433	1.433
	Mediana	-4,80%	-2,40%	7,09%	11,02%
2019	N	2.021	2.021	1.483	1.483
	Mediana	-8,17%	-5,72%	5,83%	9,93%
2020	N	2.240	2.240	1.486	1.486
	Mediana	-7,77%	-10,52%	4,24%	7,51%
2021	N	2.455	2.455	1.516	1.516
	Mediana	-5,60%	-7,43%	6,76%	11,70%
2022	N	2.443	2.443	1.683	1.683
	Mediana	-10,83%	-16,36%	6,32%	10,51%
2023	N	2.461	2.461	1.703	1.703
	Mediana	-10,96%	-11,97%	5,91%	9,33%

Do mesmo modo que a Tabela 4, nesta tabela, é possível identificar o número de observações bem como o valor da mediana pelo qual a amostra foi subdividida entre boas e más empresas, anualmente. Esta tabela apenas difere da Tabela 4 no que respeita ao grupo de empresas que

pagam dividendos, uma vez que nesta análise (Análise 2) passou a incluir as empresas que apenas procederam à recompra de ações. Sendo assim, a tabela apresenta um maior número de observações no se refere ao pagamento de dividendos quando comparado com a análise 1 (Tabela 4).

Pela Tabela 6, pode-se realçar que tal como na Tabela 4, tanto para o ROA como para o ROE os rácios apresentam sempre valores positivos. Salienta-se ainda que os valores das medianas apresentados para o ROA e ROE não diferem muito dos apresentados na análise 1 na Tabela 4.

A Tabela 7 apresenta o número de observações, a média e a mediana de cada uma das variáveis em análise (número de acionistas, rácio de endividamento e *cash flows* ajustados). Os valores apresentados foram retirados apenas para as empresas agrupadas pelo ROA, no entanto estes não diferem para empresas agrupadas pelo ROE.

Tabela 7 - Número de observações, valores médios e medianos para os grupos de empresas que pagam /não pagam dividendos, pelos diversos indicadores em análise, para a análise 2

A divisão da amostra entre empresas que pagam e não pagam dividendos sendo consideradas empresas que pagam dividendos e as que efetuam apenas recompra de ações. O N evidencia o número de observações no período para cada um dos grupos. O número de acionistas encontra-se expresso em unidades. O rácio de endividamento foi calculado através da divisão da dívida pelo capital próprio. Os *cash flows* ajustados foram calculados pela divisão do *cash flow* operacional e de investimento pelo ativo.

		Nº	Rácio	Cash flows
		Acionistas	endividamento	ajustados
Total	N	22.621	21.380	17.547
	Média	35	62%	-60%
	Mediana	7	20%	-1%
Não paga dividendos	N	13.317	12.093	8.315
	Média	20	128%	-131%
	Mediana	6	2%	-15%
Paga Dividendos	N	9.304	9.287	9.232
	Média	55	-25%	3%
	Mediana	1	54%	4%

A Tabela 8 evidencia as diferenças encontradas entre as empresas que pagam dividendos

tendo em conta a análise 1 e as empresas que pagam dividendos aquando da análise 2, uma vez que os valores apresentados para as empresas que não pagam dividendos da análise 1 e 2 são exatamente os mesmos.

Tabela 8 - Número de observações, valores médios para os grupos de empresas que pagam dividendos, pelos diversos indicadores em análise, para as análises 1 e 2

A divisão da amostra entre empresas que pagam dividendos não sendo consideradas empresas que apenas efetuam recompra de ações (Análise 1) e sendo consideradas empresas que pagam dividendos e as que efetuam apenas recompra de ações (Análise 2). O N evidencia o número de observações no período para cada um dos grupos. O número de acionistas encontra-se expresso em unidades. O rácio de endividamento foi calculado através da divisão da dívida pelo capital próprio. Os *cash flows* ajustados foram calculados pela divisão do *cash flow* operacional e de investimento pelo ativo.

		Nº Acionistas	Rácio endividamento	<i>Cash flows</i> ajustados
Paga Dividendos	N	6.361	6.352	6.299
- Análise 1	Mediana	7	66%	4%
Paga Dividendos	N	9.304	9.287	9.232
- Análise 2	Mediana	1	54%	4%

No que respeita ao número de acionistas, verifica-se na Tabela 8 que, quando se considera a recompra de ações, existe uma diminuição na mediana do número de acionistas, passando de 7 para 1 acionista, algo natural uma vez que com a recompra de ações poderá existir a redução do número de ações em circulação, existindo, portanto, uma estrutura acionista mais concentrada.

Relativamente ao rácio de endividamento, este apresenta uma diminuição de 66% para 54% tendo em conta a recompra ou não de dividendos (Análise 2 e Análise 1, respetivamente). Estes dados indicam que empresas que procedem à recompra de ações tendem a ser menos dependentes de dívida do que as que apenas distribuem dividendos.

Por fim, no que respeita ao indicador que mede os *cash flows* verifica-se que o mesmo não sofreu qualquer alteração em termos de mediana quando incluídas as recompras de ações. Sendo assim, pode concluir-se que a recompra de ações não afeta os *cash flows* operacionais ou de investimento, exercendo apenas influencia no número de acionistas e no rácio de endividamento.

5.3 Testagem e análise dos resultados

Embora a análise dos dados realizada na seção 5.2 tenha permitido realçar diferenças gerais entre grupos nas variáveis em estudo, proceder-se-á a realização de testes estatísticos, por forma a serem avaliadas as hipóteses, bem como analisar se as diferenças entre grupos são significativas e consequentemente averiguar possíveis relações entre os dados. Sendo assim, nas seções seguintes são apresentados os dados utilizados, bem como a análise dos dados (seções 5.3.1 e 5.3.2) e discussão dos resultados obtidos em cada um dos testes (5.3.3).

Após a análise descritiva dos dados procedeu-se à realização de testes paramétricos e não paramétricos, estes testes foram realizados para as diferenças das médias e para as diferenças das medianas, respetivamente.

Pallant (2020) refere que para serem aplicados testes paramétricos, os dados têm de cumprir certas especificidades. A escala de medida das variáveis dependentes deve ser contínua ao invés de categórica, a amostra selecionada deve ser aleatória, as observações devem ser independentes entre si, não tendo a capacidade de influenciar as restantes, é também essencial verificar-se o pressuposto da homogeneidade das variâncias e por fim, é necessário verificar-se a normalidade dos dados. A autora afirma ainda que a violação do pressuposto da normalidade não compromete totalmente o uso de testes paramétricos, uma vez que estes conseguem ser suficientemente robustos quando estão perante amostras de número significativamente elevado (superior a 30 observações). Aplicando assim o Teorema do Limite Central (Field, 2018).

Os três primeiros pressupostos dos testes paramétricos são cumpridos, visto que as variáveis independentes são contínuas, a amostra foi selecionada aleatoriamente e as observações são independentes entre si, uma vez que se procedeu à verificação anualmente se as empresas distribuem ou não dividendos e se são consideradas boas ou más. De modo a ser ultrapassada a verificação dos pressupostos de homogeneidade das variâncias e a normalidade dos dados foram efetuados testes paramétricos e não paramétricos.

Uma vez que o objetivo dos testes é comparar dois grupos independentes, o das boas e das más empresas para cada uma das situações (distribuem dividendos ou não distribuem dividendos) o teste paramétrico mais adequado é o teste t de Student sendo o seu equivalente teste não paramétrico o teste U de Mann-Whitney. O teste paramétrico foi efetuado para analisar a diferença das médias, enquanto o teste não paramétrico foi efetuado para comparar a diferença das medianas (Pallant, 2020).

Deste modo, a hipótese nula do teste paramétrico testa se as médias das duas populações são

iguais, enquanto o teste não paramétrico efetuado tem como hipótese nula: As medianas das duas populações são iguais (Pallant, 2020).

Os resultados, de cada um dos testes, encontram-se apresentados nas secções 5.3.1.e 5.3.2, estando a análise detalhada tendo em conta o tipo de amostra (sem recompra de ações e com recompra de ações).

5.3.1 Análise 1 – Sem recompra de ações

Nesta seção serão analisadas as empresas que distribuem e não distribuem dividendos agrupadas por boas ou más tendo em conta o ROA e o ROE. A amostra para a análise 1 foi realizada tendo em conta apenas as empresas que pagam dividendos, não tendo sido considerados outras formas de distribuição de valor aos acionistas. Na seção 5.3.2 serão consideradas as recompras de ações.

5.3.1.1 Não distribuem dividendos

Nesta seção serão analisadas as empresas que não procederam à distribuição de dividendos. A Tabela 9 apresenta a divisão das empresas entre boas e más agrupadas pelo ROA.

Tabela 9 - Número de observações, valores médios e medianos para boas/más empresas agrupadas pelo ROA que não pagam dividendos, pelos diversos indicadores em análise, para a análise 1

A tabela apresenta as empresas que não distribuem dividendos, classificadas como boas/más através do indicador ROA calculado pela mediana deste indicador para cada um dos anos do período em análise (2018-2023), onde valores acima da mediana são consideradas boas empresas e abaixo más. O ROA foi calculado pela divisão do EBIT sobre o ativo. O N evidencia o número de observações no período para cada um dos grupos. O número de acionistas encontra-se expresso em unidades. O rácio de endividamento foi calculado através da divisão da dívida pelo capital próprio. Os *cash flows* ajustados foram calculados pela divisão do *cash flow* operacional e de investimento pelo ativo. A diferença é obtida como: valores do grupo das boas empresas menos valor do grupo das más empresas. *** representa um nível de significância de 1%, pelo teste t de Student. +++ representa um nível de significância de 1% pelo teste U de Mann-Whitney..

ROA		Nº Acionistas	Rácio Endividamento	<i>Cash Flows</i> Ajustados
Boas	N	6.661	5.683	4.959
	Média	22	45%	-3%
	Mediana	5	22%	0%
Más	N	6.656	6.410	33.56
	Média	18	202%	-217%
	Mediana	7	0%	-35%
Diferença	Média	4***	-157%	214%
	Mediana	-2+++	22%+++	35%+++

Iniciando a análise pelo número de acionistas verifica-se que existem diferenças significativas entre as boas e as más empresas no que respeita à média e à mediana. No entanto, o valor desta diferença tendo em conta a média é positivo, enquanto a diferença no que respeita à mediana é negativo. Deste modo, a análise será realizada tendo em conta a mediana, uma vez que os testes não paramétricos são mais robustos, perante a existência de *outliers*, tal como defendido por Pallant 2020. Sendo assim, os dados indicam que empresas boas que não procedem à distribuição de dividendos tendem a apresentar estruturas acionistas mais concentradas, visto que a mediana apresenta uma diferença de -2 unidades, ou seja, 2 acionistas.

No que respeita ao rácio de endividamento, verifica-se que o mesmo não é significativo no que respeita à média, ou seja, não se rejeita a hipótese nula que afirma que as médias das duas populações (empresas boas e más) são iguais. Por contrapartida, verifica-se a significância dos dados, com um nível de confiança de 99%, no que respeita à mediana. Segundo Cohen

(1988) um nível de significância de 0,01 é considerado um valor pequeno utilizado de forma prudente de modo a reduzir a probabilidade de cometer erros do tipo I, ou seja, rejeitar a hipótese nula quando esta é verdadeira. Analisando os dados relativos à mediana, uma vez que estes são os que apresentam diferenças significativas, verifica-se que as empresas más não possuem um rácio de endividamento de 0%, o que indica que estas não recorrem a qualquer financiamento externo. Por outro lado, as empresas boas recorrem a financiamento externo, apresentando um rácio aproximado de 22%, o que indica que as empresas boas são financiadas sobretudo por capital próprio apesar de não dispensarem o capital alheio.

Relativamente aos *cash flows* ajustados estes, tal como o rácio de endividamento, não se revelam significativos quanto à média, mas sim à mediana. Apesar das diferenças nas médias, relativamente aos dois grupos em análise, serem elevadas as mesmas não se revelam estatisticamente significativas. O que indica a presença de *outliers* a distorcer os valores. Sendo assim, os valores da mediana indicam que as empresas boas tendem a apresentar maiores valores de *cash flows*, visto que existe uma diferença de 35 pontos percentuais relativamente ao rácio em análise entre as empresas boas e as más.

Quando agrupadas pelo ROA, das empresas que não distribuem dividendos, aquelas que aparentemente mais beneficiam do não pagamento destes (ou seja, as que apresentam boa performance operacional) são as que possuem como características uma estrutura acionista mais concentrada, recorrerem sobretudo a financiamento interno, mas não dispensam o financiamento externo e apresentam, *cash flows* positivos.

Procedendo à análise das empresas agrupadas pelo ROE, a Tabela 10 apresenta os valores médios e medianos das empresas boas e más para os indicadores em análise.

A Tabela 10 apresenta a divisão das empresas entre boas e más agrupadas pelo ROE.

Tabela 10 - Número de observações, valores médios e medianos para boas/más empresas agrupadas pelo ROE que não pagam dividendos, pelos diversos indicadores em análise, para a análise 1

A tabela apresenta as empresas que não distribuem dividendos, classificadas como boas/más através do indicador ROE calculado pela mediana deste indicador para cada um dos anos do período em análise (2018-2023), onde valores acima da mediana são consideradas boas empresas e abaixo más. O ROE foi calculado pela divisão do resultado líquido sobre o capital próprio. O N evidencia o número de observações no período para cada um dos grupos. O número de acionistas encontra-se expresso em unidades. O rácio de endividamento foi calculado através da divisão da dívida pelo capital próprio. Os *cash flows* ajustados foram calculados pela divisão do *cash flow* operacional e de investimento pelo ativo. A diferença é obtida como: valores do grupo das boas empresas menos valor do grupo das más empresas. ⁺⁺⁺ representa um nível de significância de 1% pelo teste U de Mann-Whitney.

ROE		Nº Acionistas	Rácio Endividamento	<i>Cash Flows</i> Ajustados
Boas	N	6.661	5.857	3.509
	Média	21	-74%	-258%
	Mediana	5	3%	-2%
Más	N	6.656	6.236	4.806
	Média	20	318%	-38%
	Mediana	7	1%	-28%
Diferença	Média	1	-392%	-220%
	Mediana	-2 ⁺⁺⁺	3% ⁺⁺⁺	26% ⁺⁺⁺

Pela análise da Tabela 10 verifica-se que todos os indicadores se revelam significativos para as medianas, com um grau de confiança de 99%, sendo assim, serão apenas comparados esta medida, uma vez que a média não apresenta diferenças significativas entre todos os grupos (boas e más empresas) da amostra.

Em relação ao número de acionistas, tal como o apresentado para as empresas agrupadas pelo ROA, verifica-se que empresas boas apresentam uma estrutura acionista mais concentrada, dado o valor da mediana das boas empresas ser inferior ao das más empresas ($5 < 7$).

No que se refere ao rácio de endividamento, os dados evidenciam uma diferença significativa de 3 pontos percentuais quando se comparam as empresas boas com as más, indicando que as empresas boas tendem a apresentar um rácio de endividamento superior ao das más. Apesar da conclusão retirada para as empresas agrupadas pelo ROE ser semelhante à apresentada pelas empresas agrupadas pelo ROA, verifica-se uma diferença significativa entre

ambas, no que respeita a este rácio, uma vez que, na Tabela 9 verifica-se uma diferença entre as mediana de 22 pontos percentuais, neste caso, a diferença é inferior, de apenas 3 pontos percentuais, no entanto, apesar das diferenças serem menores as mesmas encontram-se igualmente significativas.

Por fim, os *cash flows* ajustados apresentam uma diferença, tendo em conta a mediana, de 26 pontos percentuais, indicando que empresas boas possuem maiores valores de *cash flows*, apesar da mediana de ambos os grupos apresentar valores negativos, é notório que a mediana das boas empresas revela valores bastante mais próximos de zero.

Portanto, quando agrupadas pelo ROE, das empresas que não distribuem dividendos, aquelas que aparentemente mais beneficiam do não pagamento destes (ou seja, as que apresentam boa performance financeira) são as que possuem uma estrutura acionista mais concentrada, um rácio de endividamento superior, no entanto, bastante inferior ao financiamento por capitais próprios e por fim, apresentam *cash flows* próximos de zero, mesmo que negativos.

Deste modo, tendo em conta as empresas agrupadas pelo ROE, verifica-se que as características das boas empresas não diferem significativamente das empresas agrupadas pelo ROA, indicando que empresas com as características das boas, que decidam pela não distribuição de dividendos conseguem obter melhor performance financeira e operacional.

5.3.1.2 Distribuem dividendos

Nesta seção serão analisadas as empresas que procederam à distribuição de dividendos.

A Tabela 11 apresenta a divisão das empresas entre boas e más agrupadas pelo ROA.

Tabela 11 - Número de observações, valores médios e medianos para boas/más empresas agrupadas pelo ROA que pagam dividendos, pelos diversos indicadores em análise, para a análise 1

A tabela apresenta as empresas que distribuem dividendos, classificadas como boas/más através do indicador ROA calculado pela mediana deste indicador para cada um dos anos do período em análise (2018-2023), onde valores acima da mediana são consideradas boas empresas e abaixo más. Não sendo consideradas empresas que apenas efetuam recompra de ações. O ROA foi calculado pela divisão do EBIT sobre o ativo. O N evidencia o número de observações no período para cada um dos grupos. O número de acionistas encontra-se expresso em unidades. O rácio de endividamento foi calculado através da divisão da dívida pelo capital próprio. Os *cash flows* ajustados foram calculados pela divisão do *cash flow* operacional e de investimento pelo ativo. A diferença é obtida como: valores do grupo das boas empresas menos valor do grupo das más empresas. *** representa um nível de significância de 1%, pelo teste t de Student. +++ representa um nível de significância de 1% pelo teste U de Mann-Whitney.

ROA		Número Acionistas	Rácio Endividamento	<i>Cash Flows</i> Ajustados
Boas	N	3.183	3.182	3.171
	Média	66	59%	8%
	Mediana	10	53%	8%
Más	N	3.178	3.170	3.128
	Média	53	38%	-2%
	Mediana	9	79%	1%
Diferença	Média	14***	21%	10%***
	Mediana	1+++	-25%+++	7%+++

A Tabela 11 evidencia que as diferenças entre as medianas são significativas, para um intervalo de confiança de 99%, para todos os indicadores em análise. Adicionalmente, verifica-se que a diferença das médias do número de acionistas e dos *cash flows* ajustados também se revelam igualmente significativas. Comparando as diferenças das médias e das medianas para ambos os indicadores verifica-se que as mesmas não apresentam diferenças muito elevadas, com valores simétricos, por exemplo, o que alteraria as conclusões retiradas. No entanto, para estes dois indicadores serão apenas analisadas as medianas, uma vez que os testes não paramétricos se revelam mais robustos na presença de *outliers*.

No que respeita ao número de acionistas verifica-se que empresas boas apresentam valores de mediana maiores que as empresas más, com uma diferença de 1 unidade. Indicando que empresas boas tendem a apresentar uma estrutura acionista mais dispersa.

Relativamente ao rácio de endividamento, verifica-se que empresas boas tendem a recorrer

menos a capitais alheios que empresas más, uma vez que se verifica uma diferença de -25% entre ambos os grupos. O valor da mediana para empresas boas agrupadas pelo ROA situa-se em 53%, enquanto este valor para as empresas más é de 79%. Tais dados indicam que no centro da distribuição ambas as empresas preferem capitais próprios aos alheios, no entanto, nas más empresas que procedem à distribuição de dividendos o capital alheio apresenta maior expressão do que nas empresas boas.

Por fim, relativamente aos *cash flows* ajustados verifica-se uma diferença, entre as boas e más empresas, de 7%, indicando que as boas empresas possuem maiores valores de *cash flows* do que as más que procedem à distribuição de dividendos, apesar de os valores da mediana em ambos os grupos se revelarem positivos, o valor das más empresas encontra-se bastante mais próximo de zero.

Em suma, do grupo das empresas que distribuem dividendos, as que demonstram obterem mais benefícios destes pagamentos (ou seja, apresentam uma boa performance operacional) são as que possuem uma estrutura acionista mais dispersa, um rácio de endividamento menos elevado e conseguem gerar maiores *cash flows*.

A Tabela 12 apresenta a divisão das empresas entre boas e más agrupadas pelo ROE.

Tabela 12 - Número de observações, valores médios e medianos para boas/más empresas agrupadas pelo ROE que pagam dividendos, pelos diversos indicadores em análise, para a análise 1

A tabela apresenta as empresas que distribuem dividendos, classificadas como boas/más através do indicador ROE calculado pela mediana deste indicador para cada um dos anos do período em análise (2018-2023), onde valores acima da mediana são consideradas boas empresas e abaixo más. Não sendo consideradas empresas que apenas efetuam recompra de ações. O ROE foi calculado pela divisão do resultado líquido sobre o capital próprio. O N evidencia o número de observações no período para cada um dos grupos. O número de acionistas encontra-se expresso em unidades. O rácio de endividamento foi calculado através da divisão da dívida pelo capital próprio. Os *cash flows* ajustados foram calculados pela divisão do *cash flow* operacional e de investimento pelo ativo. A diferença é obtida como: valores do grupo das boas empresas menos valor do grupo das más empresas. *** representa um nível de significância de 1%, pelo teste t de Student. +++ representa um nível de significância de 1% pelo teste U de Mann-Whitney.

ROE		Número Acionistas	Rácio Endividamento	Cash Flows Ajustados
Boas	N	3.183	3.181	3.163
	Média	68	94%	7%
	Mediana	10	68%	7%
Más	N	3.178	3.171	3.136
	Média	51	2%	0%
	Mediana	9	64%	2%
Diferença	Média	17***	92%	7%***
	Mediana	1+++	4%+++	5%+++

A Tabela 12 evidencia que as diferenças entre as medianas são significativas, para um intervalo de confiança de 99%, para todos os indicadores em análise. Do mesmo modo que as empresas que distribuem dividendos agrupadas pelo ROA (Tabela 11), também as agrupadas pelo ROE revelam diferenças significativas quanto às médias dos indicadores número de acionistas e *cash flows* ajustados, pelo que, do mesmo modo, apenas serão analisados os valores das medianas destes indicadores, uma vez que os testes não paramétricos se revelam mais robustos nestas situações.

A diferença da mediana do número de acionistas apresenta exatamente o mesmo valor que o apresentado para as empresas que distribuem dividendos agrupadas pelo ROA (Tabela 11), sendo assim, verifica-se que empresas que empresas boas possuem uma estrutura acionista mais dispersa.

Seguidamente, procedendo-se à análise do rácio de endividamento verifica-se que as empresas boas possuem um rácio de endividamento mais elevado, uma vez que a diferença

apresentada na tabela em análise é de 4%. Apesar de ser uma diferença pequena a mesma revela-se estatisticamente significativa, com um nível de confiança de 99%. As medianas deste indicador apresentam valores de 68% e 64%, para empresas boas e más respetivamente, mostrando que o valor central do rácio de endividamento, para ambos os grupos de empresas, se situa abaixo de 100% o que indica que estas empresas recorrem mais a financiamento interno, apesar de não dispensarem os capitais alheios. Este indicador revela uma tendência diferente da apresentada para as empresas agrupadas pelo ROA (Tabela 11), uma vez que nesta o rácio de endividamento é bastante inferior ao das más empresas -25%, apresentando, as boas empresas, uma mediana de 53%, por contrapartida dos 68% mostrado na Tabela 12 para as empresas agrupadas pelo ROE.

Por fim, o indicador dos *cash flows* ajustados apresentam uma diferença significativa entre as boas e más empresas, relativamente à mediana, de 5%. Este valor apresenta um pequeno decréscimo, quando comparado com o valor de 7% apresentado na Tabela 11.

Em síntese, verificou-se que empresas que aparentemente mais beneficiam do pagamento de dividendos (possuindo melhor performance operacional) são as que apresentam uma estrutura acionista mais dispersa, *cash flows* mais elevados, mas um rácio de endividamento baixo. Por outro lado, as empresas que apresentam melhor performance financeira, beneficiando, aparentemente, do pagamento de dividendos são as que, tal como as boas empresas agrupadas pelo ROA, possuem um maior número de acionistas e elevados *cash flows*, no entanto, estas deverão possuir um rácio de endividamento maior, rondando os 68%.

5.3.2 Análise 2 – Com recompra de ações

Do mesmo modo que a seção 5.3.1, nesta seção serão analisadas apenas as empresas que distribuem dividendos agrupadas por boas ou más tendo em conta o ROA e o ROE, uma vez que a amostra das empresas que não distribuem dividendos não difere da análise realizada na seção 5.3.1, uma vez que nesta análise 2 apenas foram consideradas as recompras de ações como uma forma de pagamento de dividendos.

A Tabela 13 apresenta a divisão das empresas entre boas e más agrupadas pelo ROA.

Tabela 13 - Número de observações, valores médios e medianos para boas/más empresas agrupadas pelo ROA que pagam dividendos, para os diversos indicadores em análise, para a análise 2

Empresas que distribuem dividendos, classificadas como boas/más através do indicador ROA calculado pela mediana deste indicador para cada um dos anos do período em análise (2018-2023), onde valores acima da mediana são consideradas boas empresas e abaixo más. Considerando-se empresas que pagam dividendos e as que efetuam apenas recompra de ações. O ROA foi calculado pela divisão do EBIT sobre o ativo. O N evidencia o número de observações no período para cada um dos grupos. O número de acionistas encontra-se expresso em unidades. O rácio de endividamento foi calculado através da divisão da dívida pelo capital próprio. Os *cash flows* ajustados foram calculados pela divisão do *cash flow* operacional e de investimento pelo ativo. A diferença é obtida como: valores do grupo das boas empresas menos valor do grupo das más empresas. *** representa um nível de significância de 1%, pelo teste t de Student. +++ representa um nível de significância de 1% pelo teste U de Mann-Whitney.

ROA		Número Acionistas	Rácio Endividamento	<i>Cash Flows</i> Ajustados
Boas	N	5.654	4.652	4.634
	Média	65	14%	8%
	Mediana	10	47%	7%
Más	N	4.650	4.635	4.598
	Média	46	-64%	-1%
	Mediana	9	62%	0%
Diferença	Média	19***	79%	9%***
	Mediana	1+++	-15%+++	7%+++

Tal como apresentado nas Tabelas 11 e 12, onde evidenciam os dados das empresas que distribuem dividendos, também a Tabela 13 apresenta diferenças significativas quanto à mediana relativamente a todos os indicadores e relativamente à diferença de médias, estas apenas se revelam significativas quanto ao número de acionistas e aos *cash flows* ajustados, sendo assim, optou-se pela análise das medianas devido à robustez dos testes não paramétricos em dados que não seguem uma distribuição normal, ou seja apresentam *outliers*. Tal como apresentado na Tabela 11, onde se encontram representadas as empresas que distribuem dividendos e foram agrupadas pelo ROA tendo em conta a análise 1, verifica-se que os dados apresentados na Tabela 13 são bastante semelhantes.

No que respeita ao número de acionistas os valores medianos apresentados são exatamente iguais, o que indica que as empresas boas tendem a apresentar uma estrutura acionista mais dispersa.

Relativamente aos *cash flows* ajustados a diferença entre ambos os grupos tendo em conta a mediana também é igual à apresentada pela Análise 1, na Tabela 11, no entanto, apesar da diferença se manter, verifica-se apenas uma diminuição dos valores medianos em cada um dos grupos de 1 ponto percentual, quando comparados com os dados da Tabela 11, deste modo, mantém-se a mesma conclusão retirada para as empresas que procedem à distribuição de dividendos tendo em conta a análise 1, ou seja, empresas com *cash flows* elevados aparentemente beneficiam da distribuição de dividendos.

Por fim, o rácio de endividamento foi o que apresentou diferenças mais evidentes, apesar de se manter a tendência de empresas boas possuírem menor rácio de endividamento do que empresas más. Este rácio apresentou uma divergência entre empresas boas e más de -15 pontos percentuais, por contrapartida dos -25 pontos percentuais evidenciados na Tabela 11. Assim sendo, os dados evidenciam, tal como na Análise 1 que para as empresas que pagam dividendos, aquelas que aparentemente mais beneficiam destes pagamentos são as possuem uma estrutura acionista mais dispersa, um rácio de endividamento menos elevado e conseguem gerar maiores *cash flows*.

A Tabela 14 apresenta a divisão das empresas entre boas e más agrupadas pelo ROE.

Tabela 14 - Número de observações, valores médios e medianos para boas/más empresas agrupadas pelo ROE que pagam dividendos, para os diversos indicadores em análise, para a análise 2

Empresas que distribuem dividendos, classificadas como boas/más através do indicador ROE calculado pela mediana deste indicador para cada um dos anos do período em análise (2018-2023), onde valores acima da mediana são consideradas boas empresas e abaixo más. Considerando-se empresas que pagam dividendos e as que efetuam apenas recompra de ações. O ROE calculado pela divisão do resultado líquido sobre o capital próprio. N evidencia o número de observações no período para cada um dos grupos. O número de acionistas encontra-se expresso em unidades. O rácio de endividamento calculado através da divisão da dívida pelo capital próprio. Os *cash flows* ajustados calculados pela divisão do *cash flow* operacional e de investimento pelo ativo. A diferença é obtida como: valores do grupo das boas empresas menos valor do grupo das más empresas. *** representa um nível de significância de 1%, pelo teste t de Student. +++ representa um nível de significância de 1% pelo teste U de Mann-Whitney.

ROE		Número Acionistas	Rácio Endividamento	Cash Flows Ajustados
Boas	N	4.654	4.651	4.627
	Média	65	-9%	9%
	Mediana	10	59%	6%
Más	N	4.650	4.636	4.605
	Média	46	-41%	-2%
	Mediana	9	49%	1%
Diferença	Média	20***	33%	11%***
	Mediana	1+++	10%+++	5%+++

Tal como apresentado nas Tabelas 11, 12 e 13, também a Tabela 14 revela diferenças significativas quanto à mediana relativamente a todos os indicadores. No que respeita à diferença de médias, estas apenas se revelam significativas quanto ao número de acionistas e aos *cash flows* ajustados, deste modo optou-se pela análise das mediana devido à robustez dos testes não paramétricos.

Assim como apresentado na Tabela 12, onde se encontram representadas as empresas que distribuem dividendos e foram agrupadas pelo ROE tendo em conta a análise 1, verifica-se que os dados apresentados na Tabela 14 são bastante semelhantes, estando também em sintonia com as variações observadas entre a Tabela 11 e 13.

No que respeita ao número de acionistas os valores medianos apresentados são exatamente iguais, o que indica que as empresas boas tendem a apresentar uma estrutura acionista mais

dispersa.

No que respeita aos *cash flows* ajustados a diferença entre ambos os grupos tendo em conta a mediana também é igual à apresentada pela Análise 1, na Tabela 12, no entanto, apesar da diferença se manter, verifica-se apenas uma diminuição dos valores medianos em cada um dos grupos de 1 ponto percentual, quando comparados com os dados da Tabela 12, deste modo, mantém-se a mesma conclusão retirada para as empresas que procedem à distribuição de dividendos tendo em conta a análise 1, ou seja, empresas com *cash flows* elevados são as que, aparentemente, mais beneficiam da distribuição de dividendos.

Por fim, o rácio de endividamento foi o que apresentou diferenças mais evidentes, apesar de se manter a tendência de empresas boas possuírem maior rácio de endividamento do que empresas más. Este rácio apresentou uma divergência entre empresas boas e más de 10 pontos percentuais, por contrapartida dos 4 pontos percentuais evidenciados na Tabela 12. Assim sendo, os dados evidenciam que das empresas que distribuem dividendos as que aparentemente mais beneficiam deste pagamento (obtem melhores resultados financeiros), tal como na Análise 1 para as empresas que pagam dividendos, são as empresas que possuem uma estrutura acionista mais dispersa, um rácio de endividamento mais elevado e conseguem gerar maiores *cash flows*.

Por fim, a análise efetuada nesta seção veio evidenciar que a recompra de ações não apresenta qualquer impacto na estrutura acionista nem nos *cash flows* das empresas boas ou más, sendo estas classificadas em termos de performance operacional ou financeira. Contudo, os teste efetuados aos rácio de endividamento evidenciaram diferenças entre os grupos (boas e más), uma vez que para empresas agrupadas pelo ROA verificou-se na Análise 2 (Tabela 13) uma diferença na mediana dos grupos de -15%, por contrapartida da Análise 1 (Tabela 11) com uma diferença de -25%, sendo assim, neste caso existe uma diferença negativa entre os dados de 10 pontos percentuais. No que respeita às empresas agrupadas pelo ROE as mesmas na Análise 2 (Tabela 14) apresentam uma diferença de 10%, por contrapartida dos dados expostos na Tabela 12 (Análise 1) que evidenciam uma diferença na mediana de 4%, o que revela uma diferença positiva de 8 pontos percentuais, entre as duas análises. Deste modo, relativamente ao ROA revela-se uma diminuição das diferenças entre os grupos apesar das mesmas se manterem significativas. Por contrapartida, pelo ROE a mediana da diferença entre ambas as análises sobre um aumento.

5.3.3 Discussão dos resultados

Esta secção tem como objetivo apresentar uma discussão sobre os principais resultados obtidos, pelos testes estatísticos realizados, à luz da revisão de literatura efetuada no Capítulo 3, tendo como finalidade compreender e relacionar os dados recolhidos com as diversas teorias de dividendos que foram emergindo ao longo dos anos, no que respeita à estrutura acionista e de capital, bem como as decisões de investimento e o comportamento das empresas perante a recompra de ações, verificando se os dados obtidos comprovam ou contradizem as teorias abordadas.

Os resultados obtidos permitem analisar a forma como a política de dividendos pode influenciar a performance das empresas. Visto que os dados têm como objetivo evidenciar quando uma empresa deve proceder à distribuição de dividendos de modo a ser considerada boa tendo em conta características que representam a estrutura acionistas, o endividamento e os *cash flows*.

A Tabela 15 sumariza os dados obtidos para as análises efetuadas, tendo em conta a distribuição ou não de dividendos, a classificação das empresas perante o ROA e ROE, bem como a consideração ou não de recompras (análise 2 e análise 1, respetivamente).

Os dados apresentados na Tabela 15 permitem extrair conclusões significativas quanto à política de dividendos e à criação de valor, revelando ainda que a distribuição (retenção) de dividendos não é indiferente quanto à performance financeira e operacional, bem como quanto à decisão de distribuição de dividendos ou recompra de ações.

Tabela 15 - Diferenças medianas para os indicadores em análise, para empresas agrupadas pelo ROA/ROE que pagam/não pagam dividendos, para a análise 1 e 2

Divisão da amostra entre empresas que pagam dividendos não sendo consideradas empresas que apenas efetuam recompra de ações (Análise 1) e sendo consideradas empresas que pagam dividendos e as que efetuam apenas recompra de ações (Análise 2). Sendo ainda apresentadas as empresas que não distribuem dividendos. N representa as empresas que distribuem dividendos. N.D. representa as empresas que não distribuem dividendos. Empresas são classificadas como boas/más através do indicador ROA e ROE calculado pela mediana destes indicadores para cada um dos anos do período em análise (2018-2023) onde valores acima da mediana são consideradas boas empresas e abaixo más. ROA calculado pela divisão do EBIT sobre o ativo e o ROE pelo resultado líquido sobre o capital próprio. *Cash flows* ajustados calculados pela divisão do *cash flow* operacional e de investimento pelo ativo. A diferença mediana é obtida como: valores medianos do grupo das boas empresas menos valor mediano do grupo das más empresas. +++ representa um nível de significância de 1% pelo teste U de Mann-Whitney.

			Número Acionistas	Rácio Endividamento	<i>Cash Flows</i> Ajustados
N.D.	ROA - Análise 1	Diferença Mediana	2 ⁺⁺⁺	22% ⁺⁺⁺	35% ⁺⁺⁺
N.D.	ROE - Análise 1	Diferença Mediana	2 ⁺⁺⁺	3% ⁺⁺⁺	26% ⁺⁺⁺
D.	ROA - Análise 1	Diferença Mediana	1 ⁺⁺⁺	-25% ⁺⁺⁺	7% ⁺⁺⁺
D.	ROE - Análise 1	Diferença Mediana	1 ⁺⁺⁺	4% ⁺⁺⁺	5% ⁺⁺⁺
D.	ROA - Análise 2	Diferença Mediana	1 ⁺⁺⁺	-15% ⁺⁺⁺	7% ⁺⁺⁺
D.	ROE - Análise 2	Diferença Mediana	1 ⁺⁺⁺	10% ⁺⁺⁺	5% ⁺⁺⁺

Deste modo, os dados apresentados evidenciam que empresas boas que não procedem à distribuição de dividendos tendem a apresentar uma estrutura acionista mais concentrada, enquanto nas empresas que distribuem dividendos verifica-se que estas apresentam estruturas mais dispersas, sendo constituídas por um maior número de acionistas. Sendo assim, os dados corroboram a Teoria Bird in Hand, tal como defendido por Gordon (1959), Lithner (1956) e Gordon (1963), bem como a Teoria da Agência, uma vez que a mesma defende o pagamento de dividendos como uma forma de disciplinar a gestão, o que se torna mais relevante em estruturas acionistas mais dispersas.

Relativamente ao rácio de endividamento, este apresenta valores bastante diferentes ao longo

de todos os grupos em análise. Relativamente boas empresas classificadas pelo ROA, verifica-se quando possuem rácios de endividamento mais elevados, tendem a apresentar melhores resultados quando não distribuem dividendos, indicando que empresas com estas características não devem distribuir dividendos. Tal poderá ir de encontro com o defendido por Esterbrook (1984) e Jensen (1986) relativamente à Teoria da Agência, uma vez que os mesmos afirmam que a dívida funciona como um mecanismo de regulação das ações dos gestores, deste modo, a existência de dívida substitui-se à distribuição de dividendos, por forma a alinhar os interesses dos gestores com os acionistas. Por outro lado, empresas agrupadas pelo ROE apresentam sempre valores superiores de rácio de endividamento do que as empresas más quer distribuam ou não dividendos, sendo assim, neste caso o rácio de endividamento não tem impacto na política de dividendos, mas revela que empresas boas tendem a apresentar maiores rácios de endividamento, uma vez que se referem a empresas com elevado ROE, tendencialmente mais maduras, ou seja, com maiores capacidades para contraírem dívida.

Por fim, relativamente aos *cash flows* ajustados verifica-se que, todas as empresas boas apresentam maiores *cash flows* do que as más, o que indica, segundo Gup e Agrawal (1996) que estas empresas se situam em fases mais maduras do ciclo de vida das empresas. Adicionalmente verifica-se ainda que empresas que não distribuem dividendos apresentam *cash flows* mais elevados do que as que distribuem, tais dados refutam as conclusões defendidas por Bhattacharya (1979) no seu estudo sobre a teoria da sinalização, que refere que os dividendos funcionam como um sinal dos fluxos de caixa esperados, refutando também o defendido por Jensen (1986) quando refere que elevados níveis de *cash flows* podem levar à destruição de valor. Por outro lado, o facto das empresas que distribuem dividendos apresentarem menores percentagens de *cash flows* ajustados poderá indicar que estas empresas defendem a Teoria Residual que sustenta que os dividendos apenas deverão ser distribuídos após a empresa ter financiado todos os projetos com VAL positivo o que faz com que estas empresas que distribuem não apresentem *cash flows* tão elevados.

Por fim, importa ainda salientar que os resultados obtidos não apresentam diferenças significativas quando se considera a distribuição de resultados apenas através de dividendos ou quando se inclui a recompra de ações. Assim, os dividendos e as recompras parecem desempenhar funções semelhantes enquanto mecanismos de distribuição de valor. Estas conclusões parecem aproximar-se das conclusões apresentadas por Baker et al (2024), visto que evidenciam que as recompras não funcionam como substitutas diretas dos dividendos,

contrastando com as conclusões apresentadas por Grullon e Michaelly (2002), que apresentam, para o mercado norte americano, as recompras como uma forma de substituição dos dividendos.

6 Conclusão

O presente estudo teve como objetivo analisar a relação existente entre a política de dividendos e a criação de valor, procurando verificar em que situações a distribuição (retenção) de dividendos tem um efeito positivo na performance operacional e financeira das empresas, medidas através de indicadores com o ROA e o ROE. Deste modo, foi efetuado um estudo envolvendo empresas norte americanas cotadas nas bolsas NASDAQ e NYSE, durante o período de 2018 a 2023, analisando as empresas que pagam e não pagam dividendos, com e sem consideração de recompras de ações.

Os resultados demonstram que a política de dividendos tem impacto na criação de valor, contrariando o defendido por Miller e Modigliani (1961), uma vez que os dados obtidos para as boas empresas diferem tendo em conta a distribuição (retenção) de dividendos.

Para todos os testes efetuados verificou-se diferenças significativas, com um intervalo de confiança de 99%, quanto à mediana, o que indica que os dados obtidos uma probabilidade muito baixa de serem provenientes do acaso. Sendo assim, os resultados evidenciaram, com um elevado grau de confiança que para empresas que não distribuem dividendos, as que aparentemente mais beneficiaram desta política apresentam uma estrutura acionista mais concentrada, um rácio de endividamento mais elevado, apesar de recorrerem sobretudo a financiamento interno, bem como *cash flows* elevados, o que indica que empresas com estas características não devem proceder à distribuição de dividendos de modo obterem melhor performance. Por outro lado, os dados apresentam que empresas que distribuem dividendos tendem a apresentar melhor performance operacional quando possuem uma estrutura acionista mais dispersa, menores rácios de endividamento quando comparadas com más empresas e *cash flows* positivos, não muito elevados. O mesmo se conclui para empresas que distribuem dividendos e apresentam uma boa performance financeira excetuando o que foi referido relativamente ao rácio de endividamento, uma vez que este se revela superior quando comparado com as más empresas. Deste modo, empresas com as características enunciadas devem proceder à distribuição de dividendos por forma a apresentarem resultados positivos em termos de performance operacional e/ou financeira.

Pela análise efetuada às empresas que distribuem dividendos incluindo as recompras, comparativamente com as que foram apenas considerados dividendos, os resultados obtidos não revelam diferenças significativas nas características das boas empresas, assim os dividendos e as recompras de ações aparentam possuírem funções semelhantes.

Este estudo contribui para efetuar uma ponte entre as diversas teorias existentes sobre a

política dividendos e a performance das empresas, uma vez que até ao momento os estudos efetuados sobre a política de dividendos são bastante direcionados para os acionistas e o que os mesmos valorizam, mas não como o impacto de tais políticas afeta a performance das empresas. Adicionalmente, este estudo acrescenta à discussão o papel das recompras de ações analisando o impacto que diferentes formas de remuneração aos acionistas têm na performance das empresas.

No entanto, reconhecem-se algumas limitações, primeiramente, a amostra restringe-se apenas a empresas norte americanas, podendo os resultados dos testes efetuados não serem generalizados a outras geografias, com diferentes enquadramentos económicos ou fiscais. Por outro lado, a amostra efetuada restringe-se apenas ao período 2018 a 2023, sendo que grande parte deste período foi impactado pela pandemia Covid-19 o que pode ter distorcido os dados.

Para investigação futura sugere-se a análise dos dados em diferentes mercados, a análise detalhada por setor de atividade, a consideração de variáveis adicionais, como por exemplo o ciclo de vida em que as empresas se encontram, a verificação dos acionistas com poder de decisão, por forma a verificar-se se os mesmos possuem elevados poderes para alterarem as decisões dos gestores e por fim, a extensão do período temporal em análise, por forma a compreender-se a sua relação com choques económicos.

Em suma, esta dissertação reforça o impacto dos dividendos como uma arma de gestão financeira, impactando a criação de valor e ajustando os interesses dos acionistas ao dos gestores.

Referências Bibliográficas

- Allen, F. & Michaely, R. (1995). Chapter 25 Dividend policy. *Handbooks in Operations Research and Management Science*, Elsevier, 9, 793-837. [https://doi.org/10.1016/S0927-0507\(05\)80069-6](https://doi.org/10.1016/S0927-0507(05)80069-6)
- Al-Najjar, B. & Kilincarslan, E. (2019). What do we know about the dividend puzzle? – A literature survey. *International Journal of Managerial Finance*, 15(2), 205-235. <https://doi.org/10.1108/IJMF-03-2018-0090>
- Baker, H.K., Kilincarslan, E. & Demiralay, S. (2024). A zero cash dividend policy: the UK experience. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 65, 837–883. <https://doi.org/10.1007/s11156-024-01362-5>
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and “The Bird in the Hand” Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270. <https://doi.org/10.2307/3003330>
- Black, F. (1976). The Dividend Puzzle. *The Journal of Portfolio Management Winter*, 2(2), 5-8. <https://doi.org/10.3905/jpm.1976.408558>
- Black, F. & Scholes, M (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics*, 1(1), 1-22. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(74\)90006-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(74)90006-3)
- Boďa, M., & Jerábek, R. (2024). Corporate value, price and dividend policy: A case study of U.S. listed firms. *Managerial and Decision Economics*, 45(2), 664–684. <https://doi.org/10.1002/mde.4024>
- Brav A., Graham J. R., Harvey C. R. & Michaely R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483-527. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.07.004>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F. & Edmans. A. (2022). Principles of Corporate Finance. *The McGraw Hill Series in Finance, Insurance, and Real Estate*, 14, 980-986.
- Bulan, L.T. & Subramanian, N. (2009). Chapter 12: The Firm Life Cycle Theory of Dividends. In *Dividends and Dividend Policy*, H.K. Baker (Ed.). <https://doi.org/10.1002/9781118258408.ch12>
- Cohen, J. (1988). *Statistical Power Analysis for the Behavioral Sciences* (2nd ed.). Lawrence Erlbaum Associates. <https://utstat.utoronto.ca/brunner/oldclass/378f16/readings/CohenPower.pdf>
- em 14 agosto 2025.
- Dang H.N., Vu V. T. T., Ngo X. T. & Hoang H. T. V. (2021). Impact of dividend policy on corporate value: Experiment in Vietnam. *International Journal of Finance & Economics*, 26(4), 5815–5825. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/ijfe.2095>

- DeAngelo, H. & DeAngelo, L. (2000). Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate payout policy: a study of the Times Mirror Company. *Journal of Financial Economics*, 56(2), 153-207. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00039-8](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00039-8)
- DeAngelo, H. & DeAngelo, L. (2006). The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 293–315. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.03.003>
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. & Stulz R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227-254. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.07.005>
- Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650-659. <https://www.jstor.org/stable/1805130> acedido em 31 novembro 2025.
- Fama, E. F. & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00038-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00038-1)
- Field, A. (2018) *Discovering Statistics Using IBM SPSS Statistics*. (5^a ed.). Sage. [http://repo.darmajaya.ac.id/5678/1/Discovering%20Statistics%20Using%20IBM%20SPSS%20Statistics%20\(%20PDFDrive%20\).pdf](http://repo.darmajaya.ac.id/5678/1/Discovering%20Statistics%20Using%20IBM%20SPSS%20Statistics%20(%20PDFDrive%20).pdf) acedido em 14 agosto 2025.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99–105. <https://doi.org/10.2307/1927792>
- Gordon, M. J. (1963). Optimal Investment and Financing Policy. *The Journal of Finance*, 18(2), 264–272. <https://doi.org/10.2307/2977907>
- Grullon, G. and Michaely, R. (2002). Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis. *The Journal of Finance*, 57, 1649-1684. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00474>
- Grullon, G., Michaely R. & Swaminathan B. (2002). Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?. *The Journal of Business*, 75(3), 387-424. <https://doi.org/10.1086/339889>
- Gup, B. E., & Agrawal, A. (1996). The product life cycle: A paradigm for understanding financial management. *Financial Practice & Education*, 6(2), 41–48. <https://ssrn.com/abstract=2621151> acedido em 8 fevereiro 2025.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76 (2), 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789> acedido em 31 janeiro 2025.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency

costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

Kanakriyah, R. (2020). Dividend Policy and Companies' Financial Performance. *Journal of Asian Finance Economics and Business*, 7(10), 531–54. <http://dx.doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no10.53>

Kaplan, Z. & Cavazos G. P. (2020). Investment as the Opportunity Cost of Dividend Signaling. *Accounting Review*, 97(3), 279–308. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3393065>

Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113. <https://www.jstor.org/stable/1910664> acedido em 16 março 2025.

Meza, N., Báez, A., Rodriguez, J. and Toledo, W. (2020). The dividend signaling hypothesis and the corporate life cycle. *Managerial Finance*, 46(12), 1569-1587. <https://doi.org/10.1108/MF-10-2019-0512>

Miller, M. H. & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433. <https://www.jstor.org/stable/2351143> acedido em 31 janeiro 2025.

Miller, M. H. & Rock, K. (1985), Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>

Miller, M. H. & Scholes, M. S. (1978). Dividends and Taxes. *Journal of Financial Economics*, 6(4), 333-364. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(78\)90009-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(78)90009-0)

Nissim, D. & Ziv, A. (2001). Dividend Changes and Future Profitability. *The Journal of Finance*, 56(6), 2111-2133. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00400>

Pallant, J. (2020). *SPSS Survival Manual: A Step by Step Guide to Data Analysis Using IBM SPSS*. (7th ed.). Routledge. <https://doi.org/10.4324/9781003117452>

Poterba, J. M. & Summers L. H. (1984). New Evidence that Taxes Affect the Valuation of Dividends. *The Journal of Finance*, 39(5), 1397-1415. <https://doi.org/10.2307/2327734>

World Bank Group. <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?view=map&year=2023>, acedido em 23 novembro 2024.

Smith, D. M. (2011). Chapter 8. Residual dividend policy. *Dividends and Dividend Policy*, 115-126. <https://doi.org/10.1002/9781118258408.ch7>