

U. PORTO

FEP FACULDADE DE ECONOMIA
UNIVERSIDADE DO PORTO

Dividendos e Prejuízos: a Evidência Mediterrânica

Fernando Alberto Ornelas Martins

Orientado por: Prof. Dr. Jorge Bento Ribeiro Barbosa Farinha

Dissertação do Mestrado em Finanças

2009

Nota Biográfica do Autor

Fernando Alberto Ornelas Martins nasceu a 8 de Novembro de 1982 em Angra do Heroísmo, cidade situada na Ilha Terceira, nos Açores.

Frequentou a Escola Básica do 3º Ciclo e Secundária Padre Jerónimo Emiliano de Andrade, em Angra do Heroísmo, tendo terminado no ano lectivo 2001/02, com a média final do secundário de 15 valores.

Ingressou na licenciatura em Economia, na Faculdade de Economia e Gestão da Universidade Católica Portuguesa – Centro Regional do Porto, com a média final do curso de 12,35 valores.

A vontade em aprofundar os conhecimentos adquiridos durante a licenciatura e o gosto particular pela área das finanças foi determinante na decisão de inscrever-se no Mestrado em Finanças, na Faculdade de Economia do Porto, tendo concluído a parte curricular com a média final de 15 valores.

Agradecimentos

O presente trabalho só foi possível graças a apoios de algumas pessoas durante a elaboração do mesmo.

Dirijo o meu primeiro agradecimento ao meu orientador, o Prof. Dr. Jorge Farinha, pela sua disponibilidade para colaborar na realização deste trabalho, bem como pela ajuda, pelos conhecimentos e pelos esclarecimentos prestados ao longo do mesmo.

Ao Prof. Dr. Nuno Martins, pelo apoio nas análises de estatística e de econometria.

Ao Dr. Domingos Gonçalves pelo fornecimento de dados de empresas através da base de dados da Bloomberg.

Finalmente, à família pelo apoio e incentivo que me foi concedido durante a elaboração do trabalho.

Sumário Executivo

O presente trabalho examinou a relação entre a decisão de reduzir ou omitir dividendos e a ocorrência de prejuízos ou redução de lucros em empresas portuguesas, espanholas e italianas. Analisou também se os dividendos constituem uma previsão consistente da rendibilidade futura nessas empresas. O estudo empírico realizado permitiu concluir que a ocorrência de um prejuízo é, aparentemente, o primeiro requisito para que os dividendos sejam reduzidos de um ano para o outro após um registo estável de lucros e de dividendos positivos entre as 110 empresas da Euronext Lisbon, da Madrid Stock Exchange e da Borsa Italiana. Nestas circunstâncias, e para uma queda nos resultados líquidos entre 2001 e 2005, o prejuízo é mais determinante do que o nível do resultado líquido corrente (comparado com o nível do resultado líquido do ano anterior) e do que a variação do resultado líquido de um ano para o outro na explicação da decisão de reduzir ou omitir dividendos. Por outro lado, o estudo realizado permitiu concluir também que o resultado líquido corrente é um indicador mais fiável na previsibilidade dos resultados futuros do que os dividendos – o que suporta o teorema de Modigliani e Miller (1961). Analisando somente as empresas que cortaram os dividendos, o nível do resultado líquido corrente é mais determinante para a omissão de qualquer dividendo do que o prejuízo e do que a variação do resultado líquido, e o resultado operacional é um indicador mais importante na determinação dos resultados futuros do que os dividendos. Finalmente, neste mercado mediterrânico, para um grupo de 80 empresas que tiveram um ou mais resultados operacionais negativos, e analisando ano a ano entre 1986 e 2005, é a capitalização bolsista e os resultados extra-exploração que melhor explicam os resultados futuros, sem que os dividendos tenham significância estatística.

Índice

Introdução	7
1. Introdução: a decisão sobre políticas de dividendos	10
1.1 <i>Mecanismos de distribuição de dividendos</i>	10
1.2 <i>Tipos de políticas de dividendos</i>	11
1.2.1 <i>Política de não pagamento dos dividendos</i>	11
1.2.2 <i>Política de estabilização dos dividendos</i>	12
1.2.3 <i>Política residual dos dividendos</i>	13
1.3 <i>Procedimentos para o pagamento de dividendos.....</i>	14
1.3.1 <i>Data de declaração dos dividendos</i>	14
1.3.2 <i>Data ex-dividend</i>	14
1.3.3 <i>Data de verificação da titularidade</i>	15
1.3.4 <i>Data de pagamento dos dividendos</i>	15
1.4 <i>Alternativas à distribuição de dividendos.....</i>	15
1.4.1 <i>Recompras de acções próprias.....</i>	15
1.4.2 <i>Stock Dividends.....</i>	16
2. Teorias sobre a política de dividendos	18
2.1 <i>O modelo da irrelevância da política de dividendos.....</i>	18
2.2 <i>Modelo do diferencial de imposto</i>	20
2.3 <i>Teoria do Bird-in-the Hand</i>	21
2.4 <i>O efeito dos custos de transacção</i>	22
2.5 <i>Teoria da sinalização.....</i>	22
2.6 <i>Efeito-clientela</i>	24
2.7 <i>Teoria da agência.....</i>	26
2.8 <i>Modelo do Pecking Order.....</i>	27
2.9 <i>Teoria do Catering</i>	29
3. A evidência empírica acerca dos dividendos e <i>performance financeira</i>	32
4. Dividendos, prejuízos e decréscimos dos lucros	40
4.1 <i>Descrição da amostra de empresas.....</i>	40
4.1.1 <i>Reduções dos dividendos</i>	42

4.1.2	Evolução dos resultados e as reduções dos dividendos	46
4.1.3	Reduções dos dividendos e rúbricas extra-exploração	49
4.1.4	Síntese das principais determinantes das reduções dos dividendos.....	52
4.2	<i>Previsores dos resultados futuros</i>	52
4.3	<i>Reduções e omissões nos dividendos</i>	57
4.3.1	Omissões dos dividendos	58
4.3.2	Evolução dos resultados e omissões dos dividendos	59
4.3.3	Omissões dos dividendos e rúbricas extra-exploração	60
4.4	<i>Omissões dos dividendos e previsores de resultados futuros</i>	60
5.	Dividendo e EBIT negativo	63
5.1	<i>Descrição da amostra de empresas</i>	63
5.2	<i>Estatísticas descritivas</i>	64
5.3	<i>Aumentos nos dividendos e previsores dos resultados futuros</i>	66
5.4	<i>Síntese dos dividendos em contextos de EBIT negativo</i>	68
	Conclusão	69
	Fontes e Bibliografia	71
	Anexos	74

Introdução

A actividade económica proporciona aos agentes económicos, pela utilização de recursos económicos, um rendimento sob a forma de rendas, juros, salários ou lucros. Permite igualmente a convergência de interesses entre, por um lado, um investidor que precisa de capital para pôr em prática o desenvolvimento de projectos de investimento e, por outro, um aforrador que está disposto a disponibilizar esse capital por um certo período de tempo, mediante um retorno superior ao capital investido.

Nas empresas, podemos considerar os gestores como sendo investidores e os accionistas como sendo aforradores. É normal haver distribuição de uma parte dos lucros aos detentores do capital dessas empresas. Essa parte dos lucros designa-se de dividendos. Estes, por sua vez, provocam alterações nos indicadores económicos e financeiros que são divulgados nas contabilidades das empresas, visto que representam uma redução na liquidez dos seus activos assim como uma diminuição dos capitais próprios dos accionistas. Diferentes motivações poderão estar por detrás das decisões de repartição dos lucros pelos accionistas: menores necessidades de capital, questões relacionadas com a propriedade da empresa, os impostos, os custos de transacção dos activos financeiros, a procura de dividendos por parte dos aforradores, etc. Este assunto é, ainda actualmente, objecto de debate no meio académico. O primeiro trabalho importante sobre os dividendos foi da autoria de Lintner, em 1956, acerca da importância dos lucros publicados nos relatórios das empresas, seguido de Modigliani e Miller (M&M), em 1961, que atribuem um papel secundário à questão dos dividendos (põem ênfase na eficiência dos mercados financeiros). O aparecimento de outras teorias da política de dividendos foi originado por uma flexibilização dos pressupostos de M&M.

O presente trabalho limitou-se à análise do comportamento dos dividendos no contexto de resultados negativos ou de uma queda dos lucros nas empresas. Primeiro, focou-se na análise dos factores determinantes das reduções ou omissões de dividendos. Existem estudos acerca deste tema como, por exemplo, DeAngelo, DeAngelo e Skinner (1992) e Charitou (2000). A metodologia de análise relativamente à questão do corte nos dividendos foi semelhante àquela que foi

realizada pelos primeiros dos autores referidos. Depois, investigou-se o que leva certos gestores a aumentarem o montante de dividendos quando estes apresentam resultados operacionais negativos. Neste caso particular, a metodologia de análise foi semelhante à do artigo de Joos e Plesko (2004).

Exceptuando o artigo de Charitou, as empresas examinadas nos artigos mencionados no parágrafo anterior foram sociedades cotadas nos mercados bolsistas norte-americanos.

Neste trabalho optou-se por fazer uma análise a empresas que digam mais respeito ao mercado financeiro português. Como a existência do mercado de valores mobiliários é relativamente recente em Portugal, deparou-se com um reduzido número de empresas portuguesas que cumprissem os critérios exigidos nas amostras efectuadas ao longo deste trabalho (22 empresas que tiveram cinco anos ou mais consecutivos de lucros e de dividendos positivos e 7 empresas com EBIT¹ negativo). Desta forma alargou-se a amostra igualmente a empresas situadas em mercados julgados de características mais semelhantes. Concretamente, empresas cotadas de Espanha e de Itália, sem prejuízo de testes posteriores ajuízarem da existência ou não de características distintas destes vários grupos nacionais de empresas ao nível da relação entre reduções ou cortes de dividendos e evolução dos lucros reportados.

Este trabalho abrangeu diversas variáveis económicas-financeiras que possibilitaram o escrutínio das principais determinantes das decisões de dividendos. Nomeadamente, o estudo empírico realizado sugere que a ocorrência de prejuízos parece ser a justificação mais forte para a redução nos dividendos. E, se a queda nos resultados for de tal maneira acentuada relativamente ao ano precedente, a omissão de qualquer dividendo torna-se mais provável.

Como os interesses da empresa envolvem todos *stakeholders* da mesma – clientes, fornecedores, accionistas, bancos, trabalhadores, mercado de capitais, comunidade e o Estado – os gestores têm adoptar uma estratégia de dividendos de longo prazo com o intuito de satisfazer, o mais possível, as exigências destes agentes económicos. Deste

¹ *Earnings Before Interest and Taxes.*

modo, será pertinente fazer uma descrição da política de dividendos. Esta tese começará por caracterizar as decisões de política de dividendos, bem como as implicações que essas deliberações têm nos diferentes agentes económicos. No segundo capítulo serão referenciadas as teorias acerca das principais determinantes das decisões sobre dividendos (e, também, a sua aceitação ou não na comunidade académica), enquanto que no terceiro capítulo será explicado o estado actual do debate da política de dividendos no que respeita à análise entre dividendos e rentabilidades das empresas. O quarto e o quinto capítulo descrevem as amostras e examinam os resultados da relação entre dividendos e resultados, bem como a relevância (ou não) dos dividendos na previsibilidade dos resultados futuros, utilizando uma metodologia de análise semelhante à do artigo de DeAngelo et al. (1992) e do artigo de Joos e Plesko (2004), respectivamente. Finalmente, o sexto capítulo resume as principais conclusões deste trabalho.

1. Introdução: a decisão sobre políticas de dividendos

1.1 Mecanismos de distribuição de dividendos

Em finanças empresariais, o objectivo de qualquer gestor é a maximização do valor da empresa. Para tal, deve financiar dois tipos de activos da empresa: investimentos correntes (que geram *cash-flow*² hoje) e investimentos futuros (o valor da empresa que se espera vir a atingir com estes investimentos). Estes activos produzem um determinado volume de resultados líquidos que podem ser retribuídos aos detentores do capital da empresa ou retidos na empresa com o intuito de levar a cabo novos projectos de investimento criadores de valor para aquela instituição (ou executar um *mix* destas duas alternativas). Neste contexto, os dividendos consistem numa porção daqueles resultados que são distribuídos aos proprietários das acções com a finalidade de remunerar o capital investido.

Esta distribuição de resultados pode ser feita por fixação de um montante a pagar (em termos absolutos ou relativos), por acção ou em percentagem dos resultados líquidos. Os gestores podem, igualmente, escolher a periodicidade com que realizam o pagamento dos dividendos – por exemplo, as empresas dos Estados Unidos da América (E.U.A.), geralmente, distribuem dividendos trimestrais, equanto que noutros países (entre eles, Portugal) é frequente o pagamento anual desses dividendos. Deste modo, o retorno dos investidores em acções advém, não apenas dos ganhos de capital, como também dos dividendos distribuídos pelas empresas.

Existem ainda outros mecanismos de distribuição daqueles resultados, como sejam a recompra de acções próprias, o pagamento de dividendos ordinários pagos em intervalos regulares (anuais, semi-anuais ou trimestrais), o pagamento de dividendos extraordinários como um suplemento ou alternativa aos dividendos ordinários, o pagamento de dividendos em acções (*stock dividends*) e o pagamento de dividendos que excedem os resultados registados na contabilidade – designados como *liquidating dividends*. Portanto, “a política de dividendos constitui (...) todas as decisões

² Por *cash-flow* entende-se como sendo o saldo entre entradas e saídas de meios líquidos (dinheiro) decorrentes da actividade de uma empresa.

financeiras de gestão de (eventuais) excedentes de cash-flow que afectam directamente a remuneração do accionista e a sua divisão em dividendos ou ganhos de capital” (Pacheco, 2005).

1.2 Tipos de políticas de dividendos

Existem benefícios e custos para os diversos *stakeholders* decorrentes da distribuição de dividendos. O pagamento dos dividendos leva a uma maior fidelização dos accionistas no caso de estes necessitarem de liquidez, à redução dos conflitos de interesse entre accionistas e gestores em contextos de informação assimétrica e evita custos relacionados com investimentos que não acrescentam valor para a empresa. Mas os dividendos têm também custos, quer para os gestores, quer para os accionistas. A perda da flexibilidade financeira, possíveis restrições contratuais³, legais ou estatutárias, as desvantagens fiscais do investidor receber rendimentos pela via de dividendos em detrimento da realização de ganhos de capital⁴ e conflitos de interesse entre accionistas e credores são alguns dos aspectos negativos da distribuição de dividendos. Inúmeros estudos concluem que as questões organizacionais e os problemas informativos são as principais determinantes da política de dividendos. Logo, não é eficaz a procura de uma política de dividendos óptima para cada momento do tempo. Neste contexto, existem três tipos de política de dividendos a ter em conta: a política de não pagamento dos dividendos, a política de estabilização dos dividendos e a política residual dos dividendos.

1.2.1 Política de não pagamento dos dividendos

Este tipo de política faz sentido nos seguintes contextos: elevadas oportunidades de investimento criadores de valor, forte risco do negócio da empresa, presença de fortes problemas financeiros que põem em risco a viabilidade económica da empresa, um excessivo endividamento e uma reduzida possibilidade de acesso ao mercado de capitais. A omissão de qualquer dividendo pode ser igualmente adequado num

³ Nomeadamente, cláusulas restritivas dos empréstimos.

⁴ Uma vez que os dividendos são, tipicamente, tributados a uma taxa mais elevada do que os ganhos de capital.

contexto de mercado financeiro *bullish*, pois os investidores podem não querer pagar um prémio sobre acções que pagam dividendos.

1.2.2 Política de estabilização dos dividendos

Trata-se de manter um valor relativamente constante dos dividendos ao longo da actividade económica da empresa⁵. É o tipo de política de dividendos mais frequentemente seguida pelos gestores, uma vez que em contextos de informação assimétrica, os dividendos estáveis influenciam de forma positiva as expectativas dos investidores. Ao estabelecer uma política de dividendos sem grandes flutuações, a empresa está a assegurar a continuidade da sua política de dividendos, o que nestas circunstâncias pode ser importante para certificar de que mantém relações estreitas com os investidores e com conseqüente acréscimo da capacidade da empresa para emitir acções e obrigações em boas condições. Com dividendos estáveis, a volatilidade dos mesmos diminui a taxa de retorno exigida dos investidores ou, por outras palavras, reduzem a incerteza dos retornos desses investidores. De forma idêntica, a existência de uma política formal de dividendos favorece a construção de expectativas por parte dos credores, o que pode traduzir-se numa taxa de juro exigida pelos financiamentos mais baixo devido ao menor risco associado a esta política.

Este nivelamento da distribuição de *cash-flow* deve ter em conta uma dupla regra que ilustra a política de estabilização dos dividendos: por um lado, o dividendo deve ser o máximo possível sendo dada a capacidade interna da empresa para gerar recursos no futuro mas, por outro lado, o dividendo deve ser o mínimo essencial para que se acautele, pelo menos, a sua manutenção ou o seu crescimento estável nos períodos seguintes (Pacheco, 2005).

É de realçar, no entanto, que caso uma empresa não consiga sustentar um nível mínimo de dividendos futuros, a teoria da estabilização sugere que essa empresa não deve distribuir qualquer parcela dos *cash-flows* sob a forma de dividendos.

⁵ Quando se fala em política de estabilização, geralmente refere-se à estabilização dos dividendos por acção (DPA), e não dos dividendos totais.

Uma empresa que evidencie uma elevada volatilidade nos resultados deve, no caso de pretender adoptar uma política de estabilização dos dividendos, prever a constituição de reservas para a estabilização dos dividendos nos anos favoráveis para contrariar épocas de forte decréscimo nos resultados – devido, por exemplo, a uma conjuntura de recessão económica. Este padrão de actuação permite diminuir potenciais excepções à regra da estabilização por razões de insuficiência de resultados (por motivos legais e estatutários). Alternativamente, se a empresa tiver excessos pontuais de disponibilidades devido a um forte crescimento nos resultados, poderão ser distribuídos dividendos extraordinários aos accionistas, sempre que seja recomendável não realizar o seu reinvestimento. Mas neste último caso deverão ser considerados como dividendos susceptíveis de virem a ser cortados no ano seguinte, sendo que não alteram (em princípio) as expectativas futuras dos investidores e dos credores.

1.2.3 Política residual dos dividendos

Os dividendos são distribuídos após todos os projectos de investimento criadores de valor estarem esgotados. Ou seja, os dividendos só serão considerados após as decisões de investimento e de financiamento da empresa. É aconselhável para as empresas que adoptam a política residual que mantenham uma estrutura financeira equilibrada, nomeadamente, seguir uma estrutura de capital-alvo – com o intuito de minimizar a taxa de custo médio ponderado do capital. Trata-se, portanto, de um tipo de política de dividendos passiva, isto é, os dividendos não são considerados como uma variável fundamental para a estratégia financeira da empresa. Logo, o dividendo deve ser considerado como um resíduo, não havendo necessidade de uma política formal de dividendos.

A principal vantagem desta política advém da redução dos custos de emissão de novas acções – estes custos são não só explícitos (por exemplo, despesas com bancos de investimento na colocação das novas acções no mercado de capitais) como também implícitos (devido à queda da cotação das acções com a entrada de novas acções da empresa nesse mesmo mercado).

Mas, esta política não é a mais típica das empresas em termos de distribuição de *cash-flow*. Nomeadamente, se uma empresa tiver uma volatilidade elevada dos resultados, os dividendos serão também voláteis, o que introduz uma maior incerteza acerca do futuro dessa empresa. Mesmo que surjam oportunidades de investimento favoráveis, uma brusca redução dos dividendos pode gerar reacções negativas nos investidores antes destes últimos anteciparem o surgimento de tais oportunidades.

1.3 Procedimentos para o pagamento de dividendos

Os dividendos pagos pelas empresas cotadas em bolsa são geralmente decididas em Assembleia-geral de Accionistas e distribuídos aos mesmos algumas semanas depois. Existem datas importantes entre o momento em que é decidido o pagamento de dividendos até à data em que esse pagamento é efectivamente realizado.

1.3.1 Data de declaração dos dividendos

Nesta data é aprovado o montante e a data pela qual se vai concretizar o pagamento dos dividendos. Esta data é importante, na medida em que é anunciado se vai haver um aumento, uma redução ou uma manutenção nos dividendos relativamente ao ano anterior, sendo que esta decisão irá desencadear reacções no mercado.

1.3.2 Data *ex-dividend*⁶

Neste dia os investidores têm de ter comprado acções da empresa em causa de modo a terem o direito a receber os dividendos. Como estes dividendos não serão recebidos por investidores que comprarem acções após esta data, normalmente, a cotação destas acções caem após aquela data.

⁶ Último dia em que o comprador da acção terá direito ao dividendo.

1.3.3 Data de verificação da titularidade

Alguns dias após a data *ex-dividend*, a empresa elabora a sua lista de accionistas no fecho daquela data a partir da central de valores mobiliários e notifica-lo-ão do recebimento dos dividendos na data de pagamento estipulada.

1.3.4 Data de pagamento dos dividendos

Trata-se da data pela qual a empresa paga o montante estipulado aos accionistas na lista elaborada na data de verificação da titularidade. Embora os accionistas possam perceber esta data como sendo importante, não deverá haver qualquer reacção no preço de cada acção nesta data.

1.4 Alternativas à distribuição de dividendos

Visto que a política de dividendos inclui todas as decisões de remuneração do accionista e da repartição desta em dividendos e ganhos de capital, é de salientar que existem outros mecanismos alternativos ao pagamento de dividendos.

1.4.1 Recompras de acções próprias

Até meados da década de 80 (do século passado), os dividendos foram o principal mecanismo utilizado pelas empresas para remunerar os accionistas. A partir daí, tem-se assistido a um aumento de uma operação similar (mas tecnicamente diferente) dos dividendos: a recompra de acções próprias. Nesta operação, a empresa distribui dinheiro aos seus accionistas em troca de aquisição, a um preço superior ou igual ao preço de mercado, de parte das acções da própria empresa existentes no mercado.

A recompra de acções próprias têm o mesmo efeito que os dividendos nos activos da empresa – a redução do dinheiro no balanço. Tal como os dividendos, a recompra de acções próprias reduz, tanto o valor contabilístico, como o valor de mercado dos capitais próprios. Mas a forma como a recompra de acções próprias afecta o valor de

mercado dos capitais próprios é diferente relativamente ao pagamento de dividendos. Os dividendos reduzem a cotação das acções na data *ex-dividend* e não alteram o número de acções em vigor numa empresa. A recompra de acções próprias reduz o número de acções em vigor nessa empresa e, geralmente, é acompanhada de um aumento da cotação dessas acções⁷. E o investidor está sujeito à tributação dos ganhos de capital, que é geralmente inferior à taxa que incide sobre os dividendos.

Ao contrário dos dividendos, onde a remuneração é para todos os accionistas, na recompra de acções próprias o retorno é limitado para os accionistas que optem por vender as suas acções à empresa – em Portugal, uma empresa não pode ter mais que 10% do capital em acções próprias. Os restantes accionistas não recebem dinheiro, mas ganham indirectamente com aquela operação por virtude do aumento do preço das acções.

A recompra de acções próprias pode ainda ser usada em alternativa à constituição da reserva para a estabilização de dividendos ou distribuição de dividendos extraordinário em conjunturas favoráveis.

1.4.2 *Stock Dividends*

Esta operação é igual a um aumento de capital por incorporação de reservas, ou seja, o accionista recebe gratuitamente um certo número de acções por cada acção detida anteriormente, de tal modo que a sua participação no capital da empresa não muda. Em princípio, a capitalização bolsista da empresa não se altera, isto é, o aumento do número de acções deverá ser exactamente compensado por uma redução da cotação.

Neste capítulo foi feita uma introdução à problemática da política de dividendos. As empresas consideram as decisões de dividendos importantes porque elas determinam os recursos que são transferidos para os investidores e os recursos que são retidos pelas empresas para autofinanciamento. No próximo capítulo serão abordadas diversas teorias sobre a política de dividendos. Uma identificam-se mais com a

⁷ A recompra de acções é uma operação inversa à operação de emissão de acções.

política de estabilização, outras com a política residual (e em certos casos, com a política de não pagamento dos dividendos).

2. Teorias sobre a política de dividendos

O debate política de dividendos tem-se revelado particularmente controversa, uma vez que não existe nenhuma teoria que seja universalmente aceite pela comunidade científica (como um todo). Aliás, o mesmo acontece com a questão da estrutura de capitais. Devido à forte ligação entre as decisões de financiamento (mais dívida ou mais capital próprio) e as decisões de dividendos, as determinantes da política de dividendos serão, em princípio, as mesmas das decisões de estrutura de capitais. A primeira teoria a destacar está intimamente relacionada com o paradigma dos mercados eficientes – onde o preço de transacção (de um activo financeiro) pago pelo comprador é igual ao valor recebido pelo vendedor, sem “perdas de carga”. As restantes teorias assumem que esses mercados são imperfeitos.

2.1 O modelo da irrelevância da política de dividendos

Num artigo publicado em 1961, Merton Miller e Franco Modigliani (M&M) propuseram que o valor de uma empresa não depende da sua política de dividendos. Eles assumem os seguintes pressupostos: mercado de capitais perfeitos, expectativas racionais e certeza perfeita.

No primeiro caso, nenhum investidor tem capacidade para, por si só, influenciar os preços dos activos financeiros, existe uma igualdade entre os investidores no acesso a uma informação completa e sem custos e não existem comissões, impostos ou outros custos de transacção incorridos no momento das transacções dos activos financeiros. No segundo pressuposto, os investidores preferem sempre mais riqueza a menos riqueza e são indiferentes se essa riqueza provém de pagamentos em dinheiro ou através do aumento do valor das acções que detêm. Quanto ao terceiro pressuposto, existe uma segurança total por parte dos investidores relativamente a programas de investimentos futuros e a lucros futuros de todas as empresas – logo, não interessa se a origem destes retornos advém das acções ou das obrigações.

Sob estes pressupostos, o preço de cada acção deverá ser aquele cuja taxa de retorno (dividendos mais ganhos de capital por dólar investido) entre as acções de todas as

empresas é igual em todos os mercados, em qualquer momento do tempo. Senão, os investidores vendem as acções sobreavaliadas e reinvestem os lucros em acções que oferecessem maiores taxas de retorno (as acções sobreavaliadas possuem menores taxas de retorno). Este processo continuará até os diferenciais das taxas de retorno serem completamente eliminadas.

Neste artigo, M&M desenvolveram um modelo no qual o valor de uma empresa é uma função inversa da cotação corrente das suas acções e de aumentos de capital, e está positivamente correlacionado com os dividendos e com o valor futuro da empresa. Simultaneamente, elaboraram uma equação onde o aumento de capital está positivamente correlacionado com o investimento corrente e com os dividendos e está negativamente correlacionado com os resultados líquidos correntes. Eles concluem que da interligação entre aquelas variáveis, o investimento, os resultados líquidos e a cotação das suas acções são independentes dos dividendos distribuídos. Logo, os dividendos não influenciam o valor da empresa, nem o preço corrente das acções nem o retorno total dos accionistas.

Já na questão da estrutura de capitais, e num artigo publicado em 1958, M&M argumentaram que qualquer tentativa de substituir dívida (fonte de financiamento mais barata) por capital próprio (fonte de financiamento mais caro) fracassa o objectivo de reduzir a taxa de custo médio ponderado do capital porque essa operação fará o capital próprio remanescente ainda mais caro – o suficiente para manter aquela taxa de custo médio constante. O mesmo raciocínio pode ser aplicado na questão dos dividendos, na medida em que para estes autores os resultados retidos pela empresa e o capital emitido são substitutos perfeitos – tal como acontece com a dívida e o capital próprio. M&M destacam um conceito idêntico ao de *homemade leverage*: o *homemade dividends*, onde os accionistas podem fabricar o seu próprio dividendo, comprando ou vendendo acções consoante o excesso ou escassez de dividendos relativamente às suas necessidades de liquidez.

Em suma, tanto as decisões de financiamento como as decisões de distribuição dos resultados têm um alcance nulo como determinantes do valor da empresa quando comparado com as decisões de investimento. A empresa só consegue pagar mais ou menos dividendos de acordo com a sua capacidade económico-financeira. Isto

significa que a sua capacidade de influenciar as cotações através de uma determinada política de dividendos é uma “mera ilusão óptica”. Pagar mais ou pagar menos dividendos só altera as necessidades de fundos exteriores, transformando-se a política de dividendos numa decisão relacionada com a estratégia de financiamento que, como já foi explicada, não tem qualquer impacto no valor da empresa.

2.2 Modelo do diferencial de imposto

Nesta “escola de pensamento” sobre os dividendos, estes criam uma desvantagem fiscal para os investidores que recebem esta componente do retorno total porque são tributados a uma taxa mais elevada do que os ganhos de capital (Damodaran, 2001 e Pacheco, 2005). De acordo com esta perspectiva, os pagamentos dos dividendos reduzem a taxa de retorno líquida (isto é, o retorno após os impostos) dos investidores (Damodaran, 2001 e Pacheco, 2005). O mercado penaliza as acções das empresas que distribuem dividendos, relativamente às empresas que não distribuem os dividendos – através da queda dos preços das acções das primeiras (Damodaran, 2001). Consequentemente, as empresas ficarão melhores se reterem os resultados líquidos ou efectuarem recompras de acções próprias (Damodaran, 2001 e Pacheco, 2005).

Além do mais, mesmo que a taxa de imposto sobre os dividendos seja igual à que incide sobre os ganhos de capital, os investidores só pagam imposto sobre estes últimos se venderem as acções e, mesmo assim, só serão tributados mediante certas circunstâncias⁸ (Pacheco, 2005).

Os legisladores fiscais têm, historicamente, tratado os dividendos de forma menos favorável do que os ganhos de capital (Damodaran, 2001). Isto é verdade no que concerne aos investidores individuais, uma vez que estes muitas vezes confrontam-se com a situação de os resultados que uma empresa encaminha para dividendos ficarem pelo caminho, a título de imposto. Mas a nível dos investidores institucionais isso já não é necessariamente assim uma vez que existem empresas que, pela natureza da sua actividade, são menos severamente tributados do que os investidores individuais (e

⁸ Em Portugal, por exemplo, no caso de um accionista deter acções durante, pelo menos, 12 meses, o mesmo não paga imposto sobre eventuais mais-valias.

em alguns casos, isentos de imposto sobre os dividendos) (Damodaran, 2001 e Pacheco, 2005). Assim, as desvantagens fiscais com os dividendos têm, de acordo com Damodaran (2001), as seguintes implicações:

- Empresas com uma estrutura accionista composta essencialmente por investidores individuais distribuem menos dividendos do que empresas com uma estrutura accionista composta predominantemente por instituições;
- Quanto maior for o nível de rendimento (e, conseqüentemente, da taxa de tributação) dos accionistas de uma empresa, menores serão os dividendos distribuídos por essa empresa;
- Se a desvantagem fiscal associada com os dividendos aumentar, o montante dos dividendos agregados decrescerá.

Contudo, a questão da tributação dos dividendos mereceu destaque nos investigadores académicos apenas na década de 70 (Pacheco, 2005). Segundo Allen e Michaely (2002), muitos foram os estudos que argumentaram que a queda dos preços após a data *ex-dividend* foi menor do que o montante dos dividendos distribuídos, pelo que a questão da fiscalidade tem, aparentemente, uma influência bastante reduzida na política de dividendos.

2.3 Teoria do *Bird-in-the Hand*

Gordon (1959) e Lintner (1962) desenvolveram esta teoria que defende, essencialmente, que dividendos são mais certos do que ganhos de capital. Idênticamente, dividendos recebidos hoje são preferíveis a dividendos futuros, pois estes últimos são mais incertos do que os primeiros. Uma maior incerteza acerca dos dividendos futuros de uma empresa faria os investidores exigirem um prémio de risco maior pelas acções desta empresa aumentando, assim, o seu custo do capital investido – e, conseqüentemente, reduzindo o seu valor de cada acção (Gordon 1959).

Segundo esta teoria, uma maior volatilidade das acções tornaria os dividendos uma fonte de retorno mais segura do que os ganhos de capital. Os investidores responderiam positivamente a aumentos de dividendos e/ou quando as empresas iniciam (ou reiniciam) a distribuição dos dividendos. Para Gordon (1959), a taxa de

retorno exigida aumentaria com a retenção dos resultados e com o aumento do investimento.

Esta corrente de pensamento era universalmente aceite pelos investigadores e gestores na década de 60, levando-os a ter preferência por dividendos, em alternativa à retenção dos resultados (Pacheco, 2005). No entanto, o argumento do *Bird-in-the Hand* é, actualmente, considerado uma falácia porque enquanto os resultados retidos forem aplicados em despesas de investimento, o valor das acções não se alteram (DeAngelo, DeAngelo e Skinner, 2009), para além de que, nessas circunstâncias, aumentar dividendos pode implicar emissões de novas acções (Damodaran, 2001).

2.4 O efeito dos custos de transacção

A irrelevância da política de dividendos de M&M pressupõe ausência de custos de transacção. Mas na realidade, os investidores têm de suportar comissões cobradas pelos intermediários financeiros nas operações de compra e venda de acções, que poderá ser mais elevado para os investidores com menores disponibilidades de capital (Allen e Michaely, 2002). O tempo dispendido pelos investidores em detectar a melhor opção de compra pode também representar custos (Allen e Michaely, 2002). Estes factores favorecem a distribuição dos dividendos (Allen e Michaely, 2002).

Mas estes argumentos não têm sido apoiados pelos estudos empíricos sobre os dividendos. O papel dos pequenos investidores tem vindo a ser reduzido com o passar do tempo (Allen e Michaely, 2002).

2.5 Teoria da sinalização

Segundo M&M (1961), numa dada empresa, os gestores e os investidores possuem a mesma informação acerca dos resultados correntes e das oportunidades de investimento. Mas o que acontece se esse pressuposto for flexibilizado? Então existe informação assimétrica entre aqueles dois tipos de agentes económicos, de acordo com Bhattacharya (1979) e com Miller e Rock (1985). Nomeadamente, os gestores têm mais conhecimentos sobre os resultados correntes (Bhattacharya, 1979 e Miller e

Rock, 1985). Logo, os mercados financeiros avaliam todas as acções que os gestores adoptam para examinarem as implicações dessas acções nos lucros futuros e no valor de mercado da empresa (Damodaran, 2001).

Neste contexto, a teoria da sinalização sugere que os dividendos transmitem informação dos resultados futuros, ou seja, aumentos dos dividendos sinalizam aumentos nos resultados futuros (Bhattacharya, 1979 e Miller e Rock, 1985). No entanto, ao aumentarem o pagamento de dividendos, as empresas criam um custo para si próprio, uma vez que a taxa de imposto sobre ganhos com dividendos é maior do que a taxa de imposto sobre ganhos de capital (Bhattacharya, 1979). Os níveis de investimento serão menores do que em situações de informação completa (Miller e Rock, 1985). E quanto menor for o horizonte de investimento dos investidores, maior será o nível dos dividendos (Bhattacharya, 1979). Finalmente, assume-se que, para empresas com a mesma dimensão, os aumentos dos dividendos não significarão aumentos de capital (Bhattacharya, 1979). A sinalização possui aquilo a que se convencionou chamar de “conteúdo informativo dos dividendos” (Allen e Michaely, 2002).

A política de dividendos constitui um instrumento redutor da incerteza associada à remuneração do accionista, mudando a percepção do investidor no que concerne ao risco associado aos *cash-flows* da empresa, uma vez que se assume que apenas empresas com capacidade financeira podem pagar encargos financeiros elevados e distribuir *cash-flow* de forma permanente (Pacheco, 2005).

Segundo a hipótese da sinalização, o mercado reagirá positivamente (negativamente) a um aumento (corte) nos dividendos através do(a) aumento (redução) da cotação das acções à data do anúncio desse aumento (redução) (Hanlon, Myers, Shevlin, 2007). Esta previsão encontra eco em diversos estudos, como sejam os artigos de Pettit (1972), Aharony and Swary (1980) ou Grullon, Michaely e Swaminathan (2002). Este tipo de reacções do mercado tem sido generalizadamente aceite pela literatura académica.

Todavia, a relação entre rentabilidade futura e sinalização dos dividendos tem suscitado mais dúvidas. Por exemplo, Benartzi, Michaely e Thaler (1997) concluíram

do seu estudo que as empresas que cortaram nos dividendos obtiveram incrementos significativos nas taxas de crescimento dos resultados dois anos após o decréscimo dos dividendos. Para Grullon et al. (2002), a questão está na existência do risco sistemático. Eles assertam que as empresas aumentam os dividendos quando os seus riscos sistemáticos diminuem (o inverso também sucede). Mas esta versão é contrariada por Nissim (2004), uma vez que, segundo o próprio, as características do risco são alteradas antes do anúncio dos dividendos.

Lintner (1956) documenta uma relutância dos gestores para aumentarem os dividendos quando existem boas possibilidades de terem de voltar reverter essa decisão⁹. Noutros estudos, aumentos de dividendos ocorrem quando a probabilidade de os resultados futuros caírem é menor. Exemplos desses estudos são: Guay e Hartford (2000), Jagannathan et al. (2000), Koch e Sun (2004) e Lie (2005).

2.6 Efeito-clientela

Como foi referido na secção do modelo do diferencial do imposto, existem accionistas com diferentes cargas fiscais no recebimento dos dividendos. Então, apesar de aquele modelo defender que investidores racionais devem rejeitar os dividendos por causa das desvantagens fiscais, na realidade, alguns investidores têm uma maior preferência pelos dividendos (Damodaran 2001 e DeAngelo, DeAngelo e Skinner, 2009). Por outras palavras, os accionistas não têm todos a mesma atitude face às alternativas de distribuição dos dividendos que uma empresa pode adoptar.

Segundo Damodaran (2001) e DeAngelo, DeAngelo e Skinner, (2009), dada a vasta diversidade dos accionistas, estes, ao longo do tempo, tendem a investir nas empresas que adoptam políticas de dividendos de acordo com as suas preferências. Estes autores referem que accionistas com maior carga fiscal desta componente de remuneração accionista e que não necessitam de dividendos tendem a investir em empresas que não pagam dividendos ou pagam dividendos reduzidos. Em contraste, accionistas que necessitam de rendimentos fixos, bem como as instituições isentas de imposto sobre os dividendos e com necessidades de liquidez tendem a investir em

⁹ No próximo capítulo este estudo será abordado com mais detalhe.

empresas que pagam elevados dividendos. Estas ligações de preferências de políticas de dividendos dos accionistas são designadas de efeito-clientela.

M&M (1961) foram os primeiros a falar no efeito-clientela ao afirmarem que, mesmo perante imperfeições nos mercados de capitais – como, por exemplo, a existência de custos de transacção que tendem a fazer indivíduos mais jovens a preferir um retorno do investimento via ganhos de capital, enquanto que pessoas reformadas tendem a seleccionar acções com maiores níveis de pagamento dos dividendos – essas ineficiências são uma condição necessária, mas não suficiente para que certas políticas de dividendos levem a prémios permanentes nas suas acções. O efeito-clientela assume que existem investidores suficientes para cada clientela de dividendos (Damodaran, 2001).

A existência do efeito-clientela tem, de acordo com Damodaran (2001), duas implicações importantes. Primeiro, sugere que cada empresa tem os accionistas que merece, visto que uma determinada política dividendos atrai investidores que gostam dessa política. Segundo, as empresas vão ter dificuldades em alterar as políticas de dividendos estabelecidas por cada empresa, mesmo que certas circunstâncias o justifiquem.

Existe literatura empírica que comprova a existência de um efeito-clientela na estrutura accionista nas empresas. Pettit (1977) evidencia no seu estudo uma correlação positiva entre *dividend yield*¹⁰ e a idade dos accionistas e uma correlação negativa entre *dividend yield* e a disponibilidade de capital dos accionistas.

Porém, outros estudos apontam para uma certa rigidez dessa clientela. Para Richardson, Sefcik e Thompson (1986), o volume de transacção das acções é a resposta mais visível a anúncios de primeira distribuição de dividendos do que mudanças de clientela. Michaely, Thaler e Womack (1995) observaram, no seu estudo, que omissões de quaisquer dividendos não traduzem grandes alterações no peso estrutura accionista dos investidores institucionais – visto que esse aumento foi de 30,0% para 30,9% nos três anos seguintes. Mais recentemente, Hoberg e Prabhala

¹⁰ *Dividend yield* consiste na divisão entre dividendos por acção e a cotação dessa acção de uma dada empresa.

(2009) notaram que, após um aumento nos dividendos, o peso estrutura accionista dos investidores institucionais não se altera de forma substancial.

2.7 Teoria da agência

Rozeff (1982) considera que um dos pressupostos centrais nos mercados perfeitos e eficientes (de M&M) reside nos interesses inseparáveis entre os gestores e os accionistas. Segundo aquele autor, são necessários dois mecanismos de mercado para que esta hipótese seja credível: por um lado, o mercado do controlo de empresas assegura que as empresas que não estão a ser geridas de forma a maximizar o valor da empresa serão alvo de *takeovers* por empresas com gestores mais eficientes (visto que neste contexto as primeiras estariam a ser cotadas abaixo do seu justo valor) e, por outro lado, no mercado de trabalho os gestores que não agem de acordo com o interesse dos accionistas são substituídos por outros mais eficientes. Se estes dois mercados funcionassem de forma perfeita, sem custos, a estrutura da propriedade das empresas não seria um tema importante (Rozeff, 1982). A origem da teoria da agência advém do pressuposto da existência de imperfeições nestes mercados (Rozeff, 1982).

A separação entre propriedade e controlo numa empresa leva a potenciais conflitos entre os gestores e accionistas (e também dos restantes *stakeholders* da empresa) (Jensen e Meckling, 1976 e Rozeff, 1982). Estes conflitos são conhecidos por custos de agência. Os custos de agência surgem sempre que gestores-proprietários de uma empresa vendem parte das suas acções a investidores que não têm interferência na gestão (Jensen e Meckling, 1976 e Rozeff, 1982).

Neste contexto, os dividendos constituem um mecanismo para disciplinar os gestores na selecção de projectos de investimento e para reduzir os recursos da empresa que estão à sua disposição¹¹ (Grossman e Hart, 1980, Easterbrook, 1984 e Jensen, 1986). Se isto for razão para os accionistas pretenderem que os gestores se comprometam com elevados dividendos, é de esperar que nas empresas onde haja uma clara separação entre propriedade e controlo, os gestores paguem dividendos mais altos do que em

¹¹ A par de outros mecanismos, como sejam a contratação de auditorias externas, o estabelecimento de funções de controlo e de supervisão pelo conselho de administração, o endividamento, *os stock option plans*, etc.

empresas onde haja maior interferência dos accionistas nas decisões de gestão (Damodaran, 2001).

A teoria da agência parece ser a teoria que recebe maior aceitação na comunidade académica (DeAngelo, DeAngelo e Skinner, 2009). La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2000) examinaram a relação entre a política de dividendos e a protecção dos investidores em 33 países. Eles verificaram que foram nos países com regulamentos que protegem mais os direitos dos accionistas onde se detectou maiores índices de pagamento dos dividendos. Nesses países, empresas em fase de crescimento elevado tiveram menores níveis de dividendos. Portanto, deste artigo fica a ideia de que os investidores utilizam a sua “força legal” para receberem mais dividendos quando as perspectivas de crescimento são baixas.

Quanto à relação de agência entre accionistas e obrigacionistas, Jensen e Meckling (1976) e Myers (1977) sugeriram que os últimos impõem cláusulas restritivas na distribuição dos dividendos, de forma a evitar expropriação dos resultados por parte dos accionistas. Kalay (1982) demonstrou que, efectivamente, empresas com estas cláusulas reteram mais *cash* do que o “mínimo necessário”.

2.8 Modelo do *Pecking Order*

O modelo da *Pecking Order* foi desenvolvido por Stewart Myers (1984) e defende, essencialmente, que os custos com a emissão de novos activos excedem os custos e os benefícios dos dividendos e da dívida.

Segundo esta perspectiva, os gestores utilizam informação privilegiada para emitir activos (com risco) quando estes estão sobreavaliados (Myers, 1984). Os investidores estão cientes desta informação assimétrica e reduzem a cotação desses activos quando é anunciada a emissão de novos activos (Myers, 1984). Os gestores previnem este desconto nos preços e podem antecipar projectos de investimento rentáveis se estes tiverem que ser financiados com novos activos (Myers, 1984). Para evitar distorções nas decisões de investimento, os gestores preferem financiar projectos, primeiro com

resultados retidos, seguido de dívida de baixo risco, depois com dívida de elevado risco e, por fim, com aumentos de capital.

Myers reconhece que o modelo do *Pecking Order* não explica porque razão pagam as empresas os dividendos. Mas quando elas optam (por outras razões) por distribuir dividendos, as considerações do *Pecking Order* deverão afectar as decisões de dividendos. Nomeadamente, como financiar investimentos com novos activos tem custos, os dividendos são menos atractivos para empresas com menor rentabilidade dos seus activos existentes, para empresas com elevadas oportunidades de investimento e para empresas com endividamento excessivo. Logo, assumindo os outros efeitos constantes, empresas com maiores índices de rentabilidade irão converter mais dos seus resultados em dividendos do que as primeiras. Mas o *payout ratio*¹² está negativamente correlacionado com as oportunidades de investimento e com o grau de alavanca financeira. Myers infere, igualmente, que no curto prazo os dividendos são (por razões desconhecidas) rígidos, fazendo com que as variações dos *cash-flows* sejam maioritariamente absorvidas pela dívida.

DeAngelo, DeAngelo e Skinner (2009) sustentam que fazer previsões de dividendos com base nesta teoria pode ser problemático porque muitas empresas no mundo recorrem ao mercado de capitais para financiarem as suas actividades depois de pagarem dividendos. Consequentemente, poucos foram os estudos que deram ênfase a esta teoria.

De realçar, ainda assim, o artigo de Fama e French (2002), onde eles afirmam que, efectivamente, é a dívida a satisfazer as necessidades de investimento no curto prazo, enquanto que os dividendos são rígidos. Também, a alavanca financeira está negativamente correlacionada com os índices rentabilidade.

¹² *Payout ratio* consiste na divisão entre dividendos e resultados líquidos de uma empresa num determinado ano.

2.9 Teoria do *Catering*

Para M&M, um investidor racional não tem preferência entre dividendos ou ganhos de capital pelas razões anteriormente mencionadas. Contudo, isso deixa de ser verdade quando o pressuposto da eficiência dos mercados não se verifica. Baker e Wurgler (2004) desenvolveram a teoria do *Catering* dos dividendos, que afirma que as decisões dos dividendos são influenciadas pela procura do investidor. Esta teoria baseia-se em três ideias-chave.

Primeiro, por razões psicológicas ou profissionais, os investidores têm uma procura pelos dividendos que varia ao longo do tempo. Isto é, umas vezes preferem acções de rendimento, outras preferem acções de crescimento. Por exemplo, quando a percepção global dos investidores é a de que as empresas estão com elevadas oportunidades de crescimento, os investidores vão preferir acções de crescimento.

Segundo, as estratégias de arbitragem¹³ são arriscadas. Um dos riscos das acções é o risco específico, visto que as acções individuais não têm substitutos perfeitos. Este risco é, em princípio, diversificável, criando uma carteira de acções com diferentes níveis de risco. Mesmo assim, os arbitragistas enfrentam o risco sistemático.

Por fim, o *catering* implica que os gestores iniciem ou mantenham uma política de distribuição de dividendos quando os investidores coloquem um prémio mais alto no preço das acções que pagam dividendos. Portanto, o gestor tem de decidir qual dos preços deve maximizar: um preço de curto prazo em que os investidores não têm informação completa, ou um preço/valor fundamental (ou de longo prazo) determinado pela política de investimento. Na teoria do *Catering*, os gestores cujas remunerações estejam ligadas a desempenhos de curto prazo, muito provavelmente maximizarão o preço de curto prazo.

A procura do investidor pode ser afectada pelos sentimentos. Logo, esta teoria é um contributo para a área das finanças comportamentais (Baker e Wurgler, 2004). No

¹³ Arbitragem consiste numa operação levada a cabo por um investidor que, simultaneamente, compra activos subavaliados num mercado e vende-os noutra mercado, onde esses activos estão sobreavaliados, obtendo um lucro isento de risco.

mesmo artigo, estes autores apuraram que as empresas que não pagam dividendos começam a fazê-lo quando a procura pelos dividendos é elevada. Eles fizeram isso utilizando quatro medidas de procura dos dividendos: a média da diferença do rácio capitalização bolsista/valor contabilístico (*market-to-book ratio*) entre empresas que distribuem dividendos e empresas que não distribuem esses dividendos, a diferença entre as cotações das acções que distribuem dividendos em dinheiro e as acções que distribuem *stock dividends* (somente nas *utilities*), o efeito médio que os anúncios de pagamento de dividendos têm nas empresas que não pagavam esses dividendos e, finalmente, a diferença dos retornos futuros (relativamente ao peso das empresas nos índices) entre as empresas que remuneram os dividendos e as empresas que não remuneram os mesmos. Eles concluem que existe uma relação estatística significativa e positiva entre estas quatro medidas de procura dos dividendos e uma taxa, que consiste na fracção das empresas “sobreviventes” que não pagavam dividendos e que se tornaram em novos distribuidores de dividendos.

Baker e Wurgler (2004) afirmam que entre 1963 e 2000 houve quatro tendências distintas no que diz respeito à propensão para os gestores pagarem dividendos – duas de aumento e duas de diminuição dessa propensão. Eles sugerem que essas tendências foram motivadas pelos sentimentos dos investidores.

Contudo, a teoria do *Catering*, não está isenta de críticas. Para Hoberg e Prabhala (2005), os incentivos para o *catering* deixam de existir quando são incluídas variáveis que neutralizam o risco. Denis e Osobov (2005) argumentam que os efeitos do *Catering* podem ser relevantes no mercado accionista norte-americano, mas nas empresas canadianas e britânicas esses efeitos não se verificam. De acordo com Denis e Osobov (2005), as oportunidades de crescimento são explicações mais credíveis para as decisões de dividendos.

Destas nove teorias, podemos inferir que a política de estabilização dos dividendos está intimamente relacionada com os custos de agência e com a sinalização dos dividendos. De acordo com os principais inquéritos realizados sobre o assunto, constata-se uma certa relutância na redução dos dividendos distribuídos por parte dos gestores, mesmo em épocas de crise. Quanto à política residual, o referencial teórico é o modelo da irrelevância da política de dividendos, uma vez que neste modelo a

política de investimento não é minimamente influenciada pelas decisões de dividendos.

Apesar de muito se ter debatido sobre a problemática dos dividendos, a verdade é que não há nenhuma teoria que seja universalmente aceite – embora a evidência empírica sugira, nos últimos anos, que as questões de agência sejam as mais importantes. De qualquer forma, podemos inferir que, apesar dos dividendos constituírem uma saída de fluxos para a empresa, a distribuição dos mesmos para os accionistas “não destrói valor”, uma vez que inúmeros estudos comprovam que o mercado reage positivamente a anúncios de aumentos nos dividendos e penalizam as reduções dos dividendos.

Antes de descrever a metodologia e os resultados deste trabalho, é conveniente falar do que já foi feito acerca da relação entre os dividendos e os prejuízos, entre os dividendos e os decréscimos nos resultados líquidos e entre os dividendos e os *cash-flows* negativos, de modo a termos uma noção daquilo já se sabe e dos potenciais desenvolvimentos desta área da política de dividendos. Das teorias acima descritas, as que têm mais directamente a ver com o presente trabalho são as da irrelevância dos dividendos e da sinalização, visto que neste trabalho não serão referido aspectos relacionados com a estrutura da propriedade, nem com as comissões cobradas pelos intermediários financeiros, quer na transacção, quer na emissão de acções e nem com os retornos das acções.

3. A evidência empírica acerca dos dividendos e *performance financeira*

Num estudo pioneiro de 1956, John Lintner detectou que os resultados líquidos são o determinante primário da distribuição dos dividendos. O seu estudo abrangeu 28 empresas norte-americanas, num período compreendido entre 1947 e 1953. Ele analisou a relação entre o montante total de dividendos distribuídos e os resultados líquidos e entre o montante de dividendos distribuídos nesse ano e o montante de dividendos distribuídos no ano anterior. Para além disso, examinou a relação entre a variação dos dividendos pagos e uma taxa da diferença entre um dividendo (que é função do *payout-ratio*, se este fosse fixado previamente) e o dividendo efectivamente pago no ano anterior. É a partir desta taxa – da velocidade de ajustamento dos dividendos relativamente aos resultados – que a empresa vai reflectir um aumento ou uma redução dos dividendos distribuídos relativamente ao ano anterior.

Ele conclui que a primeira preocupação dos gestores nas decisões de dividendos, relativamente ao volume de dividendos e ao *timing* da sua distribuição, prende-se com a variação daquela taxa de distribuição. É crença dos gestores de que a maior parte dos accionistas prefere uma taxa de distribuição estável e que o mercado inclui um prémio na estabilização ou numa taxa de crescimento gradual dos dividendos, e isso leva os gestores a evitar variações nesta taxa de crescimento. Este comportamento das decisões de dividendos transmite um padrão de consistência que ajuda a minimizar as reacções adversas dos accionistas.

Como os resultados líquidos são publicados periodicamente e como a imprensa financeira dá ênfase a esta rúbrica, muitos gestores consideram que os seus accionistas têm interesse nos resultados líquidos das empresas. A generalidade dos gestores das empresas alvo do estudo consideram que têm responsabilidades fiduciárias e padrões de justiça que os levam a distribuir parte do aumento dos resultados sob a forma de dividendos. Similarmente, os gestores consideram justo e prudente reflectir parte de uma queda substancial ou contínua dos resultados na distribuição dos dividendos e, nessas circunstâncias, os accionistas compreendem as decisões dos gestores.

Um *payout ratio* normal foi considerado por Lintner como um *payout ratio*-alvo, mas não restritivo no sentido de indicar qual a percentagem do pagamento daquele rácio para cada ano. A maior parte das empresas estudadas têm padrões deste rácio razoavelmente definidas, mas também com flexibilidade no que concerne à velocidade de ajustamento dos dividendos relativamente aos resultados. Os dividendos foram ajustados por alguma fracção da diferença entre o último pagamento dos dividendos e a taxa na qual será aplicada o *payout ratio*-alvo, ou um ajustamento parcial dessa diferença.

Sempre que um aumento nos resultados não tenha sido reflectido totalmente nos dividendos e o *payout ratio* esteja abaixo do seu nível previsto, é de esperar aumentos nos dividendos futuros, mesmo que nesses anos futuros os resultados caiam. O inverso, por vezes, também ocorre, se bem que nestas circunstâncias esse padrão seja menos frequente devido à relutância dos gestores em reduzir os dividendos – principalmente os dividendos "regulares". Isto sucede por causa da inclusão pelo mercado de um prémio na estabilização ou numa taxa de crescimento gradual dos dividendos.

Uma consequência disso advém do *payout ratio* ser menor quando os lucros aumentam e, sob este padrão, os resultados retidos flutuam mais do que os dividendos. Logo, as necessidades de investimento têm pouco efeito na alteração da política de dividendos – as empresas decidiram não implementar novos projectos de investimento sempre que houvesse falta de capital. As disponibilidades funcionam como um "abafador" entre as decisões de dividendos e as oportunidades de investimento.

Como corolário destas evidências, o autor realça que a relação existente entre os dividendos distribuídos e o *payout ratio*-alvo dos resultados correntes e futuros constitui um factor mais significativo nas decisões de dividendos do que a simples variação dos resultados. A política de dividendos tem alguma relação directa com as flutuações cíclicas e com as tendências de crescimento de longo prazo da economia. Por outras palavras, o *payout ratio* aumenta em períodos menos positivos para uma empresa e diminui em períodos de prosperidade da mesma. Portanto, os dividendos são "alisados".

É também neste estudo onde se encontram as raízes da literatura acerca da rigidez dos dividendos. Esta relutância em alterar o montante de dividendos distribuídos é corroborada por Fama e Babiak (1968).

A literatura financeira mantém-se inconclusiva no que respeita à importância dos resultados líquidos passados, presentes e futuros. Tanto Lintner como Fama e Babiak realçam a relevância dos resultados passados e presentes, enquanto que para Modigliani e Miller (M&M, 1959) o conteúdo informativo dos dividendos sugere que as variações na quantidade de dividendos distribuídos dependem também das expectativas dos resultados futuros dos dividendos.

Apesar dos contributos de Lintner para a investigação empírica das decisões de dividendos, o seu estudo contém essencialmente aumentos dos dividendos, uma vez que a grande maioria das empresas estudadas são empresas com boa saúde financeira.

Num artigo publicado em 1990, DeAngelo e DeAngelo analisaram a relação entre dividendos e a persistência nos prejuízos em empresas¹⁴ cotadas no New York Stock Exchange (NYSE). Eles documentam uma elevada incidência na redução dos dividendos num universo de 80 empresas (que não se limita apenas a empresas que possuem cláusulas restritivas decorrentes de *covenants*, sugerindo isso que os custos de agência não são a determinante exclusiva das reduções dos dividendos).

De acordo com este estudo, existe uma relutância na redução dos dividendos mas, mais do que isso, existe uma relutância ainda maior para a omissão dos dividendos do que a simples redução dos dividendos para valores ainda positivos. Gestores de empresas com um longo historial de dividendos positivos, aparentemente, vêm a omissão dos dividendos como particularmente pouco atractivo, talvez porque isso faria deles os primeiros gestores, em muitos anos, a não gerarem *cash-flows* suficientes para pagar dividendos. E ao omitirem dividendos, os mesmos gestores estão a diminuir as hipóteses de haver uma outra omissão de dividendos no futuro – é mais difícil argumentar que um *payout ratio* de zero é um retorno adequado para os

¹⁴ Empresas que tiveram, pelo menos, 3 prejuízos anuais entre 1980 e 1985 e que tenham tido lucros e, também, distribuído dividendos no ano anterior ao prejuízo.

accionistas. Em suma, um maior registo de dividendos contínuos está associado a uma maior tendência para reduzir do que para omitir os dividendos.

As empresas que omitiram dividendos evidenciaram piores resultados do que as empresas que reduziram os dividendos para valores ainda positivos. Como corolário, neste artigo é sugerido que os problemas financeiros são o factor predominante para a redução dos dividendos.

Num outro artigo publicado em 1992, DeAngelo, DeAngelo e Skinner concluem que um prejuízo anual é uma condição necessária, mas não suficiente para a redução de dividendos. Para uma análise entre os dividendos e quebras nos resultados líquidos, eles seleccionaram empresas do NYSE de acordo com os seguintes critérios: empresas que tenham tido, pelo menos, uma queda nos resultados líquidos entre 1980 e 1985, que tenham evidenciado resultados líquidos e dividendos positivos durante 10 (ou mais) anos consecutivos antes da queda dos resultados e que não pertençam, nem ao sector financeiro (como sejam os bancos, as seguradoras ou fundos de investimento), nem ao sector das *utilities*.

Entre as empresas que tiveram prejuízos, 50,9% reduziram o montante de dividendos por acção (DPA) relativamente ao ano anterior ao prejuízo. Ou seja, o prejuízo, por si só, não é uma razão suficiente para os gestores diminuírem os dividendos pagos. Neste estudo é também realçado o facto de a maior incidência das reduções dos dividendos ser em empresas com rentabilidade dos capitais próprios (RCP) negativa. E utilizando regressões econométricas, verificaram que o prejuízo, por si só, é uma variável com melhor capacidade explicativa da redução dos dividendos do que o nível dos resultados líquidos no ano da quebra dos resultados e do que a variação dos resultados líquidos. Este facto é surpreendente, uma vez que o prejuízo não contém nenhuma informação acerca da magnitude da perda da empresa.

Eles concluem, igualmente, que – incluindo na amostra apenas empresas que tiveram prejuízo (total de 167) – os níveis de RCP entre as empresas que reduziram os dividendos e as empresas que não reduziram os dividendos diferenciam-se a partir do ano anterior ao prejuízo. Mas os resultados líquidos do ano do prejuízo e do ano seguinte são aqueles que melhor explicam as decisões de redução dos DPA no que

concerne aos resultados passados, presentes e futuros. Isto significa que as empresas que reduziram os dividendos e as empresas que não reduziram os dividendos tiveram resultados substancialmente diferentes um ano antes e dois anos após o prejuízo. Isto pode ser um indício de que os gestores, naquelas circunstâncias, têm uma capacidade de previsão a dois anos limitada, quando se vêm a braços com um prejuízo. Ou, simplesmente, optam por não revelar as suas previsões através das decisões de dividendos.

Estes autores incluíram, também, componentes extraordinárias dos resultados na sua análise. Eles verificaram que essas componentes estão negativamente correlacionadas com os DPA. Portanto, as empresas que não reduziram os DPA foram aquelas cujos prejuízos foram temporários. Esta hipótese já tinha sido sugerida por M&M (1959) ao afirmarem que as decisões de dividendos podem dever-se a outras componentes, para além dos resultados líquidos por si só.

Por fim, DeAngelo et al. (1992) elaboraram um modelo de previsão dos resultados líquidos futuros, de forma a apurar se existe algum “conteúdo informativo dos dividendos” nesta amostra. Efectivamente, eles concluem que os dividendos são substitutos dos resultados líquidos na previsão dos resultados líquidos, sendo que a hipótese do conteúdo informativo dos dividendos mantém-se quando as variáveis de previsão são os resultados extraordinários, ou os resultados operacionais ou o *cash-flow* operacional.

Como colorário deste estudo, é mais provável que, para as 167 empresas que registaram pelo menos um prejuízo, a redução dos dividendos ocorra quando a magnitude dos prejuízos é maior, quando os resultados extraordinários são menos negativos e quando a persistência das dificuldades nos resultados é maior.

Edwards e Mayer (1986) documentaram uma relutância idêntica à verificada no artigo de DeAngelo et al. (1992) em empresas do Reino Unido. Eles realizaram um inquérito às maiores empresas britânicas sediadas em Londres, donde concluem que os gestores apenas reduzem os dividendos quando enfrentam um declínio persistente nos resultados.

Utilizando uma amostra maior sobre um longo período do tempo, Skinner (2003) detectou que quando as empresas – que pagam elevados dividendos – evidenciam um prejuízo, esse prejuízo deve-se provavelmente a itens extraordinários. Já para as empresas que não pagam dividendos, é mais provável que os prejuízos sejam persistentes. Num artigo semelhante, Joos e Plesko (2003) demonstraram que as empresas que têm prejuízos e pagam dividendos, com maior probabilidade, deixarão de registar perdas e passam a ter lucros do que as empresas que têm prejuízos e não distribuem dividendos.

O debate da hipótese da sinalização dos dividendos não tem sido unânime na literatura financeira. Nissim e Ziv (2001) sustentam esta hipótese, ao demonstrarem que aumentos nos dividendos estão associados com a rentabilidade futura. Porém, outros autores têm chegado a diferentes conclusões, como sejam Grullon et al. (2003) ou Skinner (2003). Este último chega mesmo a afirmar que os dividendos são demasiado alisados e os resultados demasiado voláteis para que as variações nos dividendos constituam uma sinalização das variações nos resultados líquidos.

Joos e Plesko (2004) testaram a hipótese da sinalização, desenvolvendo um modelo através do qual um aumento dos dividendos se traduz numa sinalização com custos elevados para as empresas. Eles seleccionam empresas que tenham tido resultados (antes de itens extraordinários e de operações descontinuadas) negativos entre 1971 e 2000 e analisam a relação entre dividendos e *cash-flows* das operações. Para empresas que tenham registado um valor negativo dos *cash-flows* é particularmente oneroso aumentar o montante de dividendos distribuídos aos accionistas.

Eles verificam que apenas 4,20% das empresas que registaram uma taxa da rentabilidade operacional do activo (ROA) negativa aumentaram o montante total dos dividendos distribuídos – 3,80% quando perante aumentos nos DPA. A grande maioria das empresas que tiveram uma ROA negativa não alteraram, quer o montante total de dividendos, quer os DPA (86,98% e 86,04%, respectivamente). Esta elevada percentagem reflecte o facto de haver uma menor probabilidade de as empresas com ROA negativa pagarem dividendos.

No que respeita ao *cash-flow* das operações, e na generalidade das empresas alvo deste estudo, as empresas com *cash-flow* positivo exibem um nível de rentabilidade superior face às empresas com *cash-flow* negativo. As primeiras registam, igualmente, resultados extraordinários menos negativos do que as segundas. Por fim, a proporção das empresas que tiveram um valor de *cash-flows* negativos e que aumentaram os dividendos distribuídos é menos de metade do que as empresas que exibiram *cash-flows* positivos e que aumentaram os dividendos pagos aos accionistas.

Estas constatações foram confirmadas por regressões econométricas estimadas pelos autores deste estudo. Eles sugerem que existe uma relação positiva entre rentabilidade e propensão para o pagamento dos dividendos. E a presença de *cash-flows* negativos reduzem a probabilidade de aumentos nos dividendos.

Estes autores elaboraram, igualmente, um método de previsão da ROA futura, de modo a determinar se um aumento no dividendo corrente é um previsor suficientemente forte para as empresas que tiveram um *cash-flow* negativo relativamente às empresas que tiveram um valor positivo daquela rúbrica. Efectivamente, um aumento nos dividendos correntes fornece informação do desempenho futuro para as empresas que tiveram uma ROA negativa apenas quando o *cash-flow* das operações é negativa, isto é, um aumento nos dividendos está associado com um aumento da rentabilidade futura. Já nas empresas com o *cash-flow* das operações positivo, o aumento nos dividendos não sinaliza necessariamente aumentos das rentabilidades futuras destas empresas.

Portanto, Joos e Plesko concluem que há, de facto, sinalização dos dividendos, mas só em empresas com ROA negativa e com *cash-flow* negativo.

Em suma, é possível tirar algumas conclusões dos estudos empíricos acima descritos, como sejam as seguintes: os dividendos são rígidos, os gestores aumentam o montante dos dividendos distribuídos apenas quando estão confiantes de que é sustentável manter níveis mais altos dos dividendos e só reduzem os dividendos perante perdas persistentes nos resultados.

Feita a descrição do estado de arte da política de dividendos (no que diz respeito à relação entre dividendos e resultados), no que concerne à relação entre dividendos e resultados, podemos avançar com o estudo deste assunto no contexto mediterrânico. O modelo de análise foi feito tendo por referência a metodologia de análise presente nos artigos de DeAngelo et al. (1992) e de Joos e Plesko (2004).

4. Dividendos, prejuízos e decréscimos dos lucros

Neste capítulo proceder-se-á a uma análise da relação entre a decisão de reduzir dividendos e o desempenho de empresas cotadas em bolsa com sedes situadas nos seguintes países: Portugal, Espanha e Itália. A escolha destes mercados deve-se a uma relativa homogeneidade destes países no que diz respeito às características das empresas sediadas nestes estados soberanos – como, por exemplo, a proximidade geográfica entre eles ou a estrutura da sua propriedade (tipicamente familiares). Essa homogeneidade foi, aliás, confirmada nas análises de comparação dos dividendos e dos resultados líquidos entre as empresas de cada uma destas nações.

Foram seleccionadas empresas com um registo de dividendos e resultados líquidos positivos. Tal como referem Modigliani & Miller (M&M) no seu artigo de 1961, nestas circunstâncias as variações no montante de dividendos distribuídos são vistas como uma alteração deliberada da política de dividendos efectuada pelos gestores. E além do mais, aquele registo permite uma leitura mais apropriada das variações nos níveis de rentabilidade. Estes atributos fazem da amostra de empresas no presente capítulo bastante razoável na avaliação da importância dos fracos desempenhos dos resultados relativamente ao impacto desses resultados nas decisões de dividendos.

4.1 Descrição da amostra de empresas

As empresas seleccionadas estão (ou estiveram) cotadas em bolsa com integração nos seguintes índices: Euronext Lisbon (até 2002 era designada de Bolsa de Valores de Lisboa e Porto), Madrid Stock Exchange ou Borsa Italiana (situada em Milão). A amostra tem contornos semelhantes aos referidos no artigo de DeAngelo et al. (1992) no que diz respeito aos critérios de escolha das empresas. Estas foram deste modo seleccionadas de acordo com os seguintes requisitos:

- Pelo menos um prejuízo entre 2001 e 2005 após 5 anos consecutivos ou mais de DPA (dividendos por acção) e resultados líquidos positivos ou;

- Pelo menos um decréscimo nos resultados líquidos para valores ainda positivos entre 2001 e 2005 após 5 anos consecutivos ou mais de DPA e resultados líquidos positivos.

No artigo de DeAngelo et al. (1992) fizeram parte do estudo as empresas que evidenciassem dez anos (ou mais) consecutivos de lucros e de dividendos positivos e que, após esse período, tivessem um prejuízo. No presente trabalho considerou-se, no mínimo, cinco em vez de dez anos consecutivos, e também foram consideradas as empresas que, apesar da queda dos resultados, tenham a registado lucros (enquanto que DeAngelo et al. (1992) incluíram na sua amostra somente empresas cujo decréscimo no resultado tenha originado um prejuízo).

Todos os dados foram recolhidos através da base de dados Datastream. Nesta amostra excluiu-se empresas inseridas no sector financeiro e no sector das *utilities* – os gestores destas empresas estão limitados no que concerne à geração de resultados devido à existência de instituições de supervisão ou de instituições reguladoras nestes sectores. Foram, igualmente, excluídas da amostra empresas cujo ano-fiscal no período em análise não corresponda ao último dia do ano (31 de Dezembro). Para efeito da selecção da amostra definiu-se resultado líquido como sendo “*net income available to common*” (resultado líquido disponível para dividendos ordinários). Por sua vez os DPA são dividendos pagos em dinheiro, ajustados de eventuais emissões de novas acções e distribuídos a detentores de acções ordinárias¹⁵.

Tendo em conta estes critérios foram seleccionadas, inicialmente, 903 empresas. De seguida, foram excluídas 176 instituições que pertencem ao sector financeiro e 43 *utilities*, sobrando 684 para análise. Retiraram-se de seguida da análise 273 empresas que: (1) não apresentavam, pelo menos, 6 anos seguidos de historial de informação sobre dividendos e resultado líquido e (2) relativamente às quais 5 desses anos não estejam inseridos dentro dos seguintes períodos: 1996-2000, 1997-2001, 1998-2002, 1999-2003 ou 2000-2004. Por fim, das restantes 411 empresas em análise,

¹⁵ As acções preferenciais pagam, tipicamente, dividendos fixos ou indexados a alguma variável de mercado, pelo que, uma vez emitidas, não são alvo das políticas de dividendos levadas a cabo pelos gestores.

eliminaram-se 301 empresas que (i) não tinham, pelo menos, 5 anos consecutivos de DPA e resultado líquido positivos antes de uma queda deste último e (ii) cuja data do fim do exercício económico anual não fosse no dia 31 de Dezembro. Ao todo, a amostra ficou composta por 110 empresas (26 com prejuízos e as restantes 84 com lucros decrescentes). A distribuição desta amostra pelos anos é a seguinte: 46 empresas em 2001 (11 com prejuízos), 21 empresas em 2002 (4 com prejuízos), 23 empresas em 2003 (7 com prejuízos), 8 empresas em 2004 (2 com prejuízos) e 12 empresas em 2005 (2 com prejuízos). Comprovou-se que estas empresas possuíam um registo de 5 anos consecutivos de distribuição de dividendos examinando os DPA e os dividendos pagos em termos valores totais – aquelas que evidenciassem para um desses anos DPA positivo mas dividendos, em termos montantes totais, nulos (estes últimos pagos no ano seguinte) foram excluídas da amostra. Por fim, noutras empresas deparou-se com falta de dados acerca dos dividendos (numas sem DPA e com dividendos totais, noutras precisamente o oposto). Nesses casos recorreu-se à base de dados da Bloomberg para confirmar os valores em falta e com isso foram 10 as empresas cuja eliminação da amostra se evitou. A tabela em anexo 1 apresenta as estatísticas descritivas de todas as variáveis quantitativas utilizadas ao longo deste capítulo.

4.1.1 Reduções dos dividendos

É mais provável que as empresas decidam diminuir os dividendos pagos aos seus accionistas quando se apresentam em contextos de prejuízos (DeAngelo et al., 1992). Por isso, nesta secção confrontaram-se as empresas que (1) reduziram os dividendos e contabilizaram um prejuízo e as que (2) reduziram os dividendos e tiveram uma queda nos lucros, mas para valores ainda positivos. Considera-se para este efeito que ocorreu uma redução nos dividendos quando DPA_t é inferior a DPA_{t-1} , em que t é o ano em que ocorreu uma das duas condições mencionadas na frase anterior.

A tabela em anexo 2 expõe os resultados das decisões para estes dois grupos de empresas. A amostra incluiu as 110 observações acima mencionadas mais 47 observações das empresas que depararam-se com posteriores quedas nos lucros – exceptuando as que tiveram prejuízo, pois após essa perda de resultados não foram

considerados as posteriores quebras nos resultados. Assim, a tabela contém 26 observações de prejuízos e 157 de quedas nos lucros (originada por 84 empresas). A incidência de redução dos dividendos é maior para as empresas que tiveram prejuízos (80,8%) do que para as empresas que mantiveram lucros (39,5%). Este diferencial representa uma estimativa do efeito adicional de um prejuízo na política de dividendos, face à queda dos lucros (para valores ainda positivos).

A tabela em anexo 3 apresenta os 183 casos de prejuízos e de lucros decrescentes divididos em diferentes classes de RCP (rentabilidade dos capitais próprios). Este rácio consiste na divisão entre o resultado líquido de um determinado ano e o valor contabilístico dos capitais próprios do ano anterior. Esta tabela revela uma incidência de reduções dos dividendos maior para as empresas com RCP negativas do que para as empresas com RCP positivas. Por exemplo, das empresas que registaram perdas entre -2% e 0%, 91,67% reduziram o montante de dividendos pagos aos proprietários de acções ordinárias, enquanto que para as empresas cuja RCP se cifrou entre 0% e 2%, 55,56% delas diminuíram esses dividendos.

Não existe, contudo, nenhum padrão consistente naquelas incidências de reduções dos dividendos – por exemplo, a passagem do intervalo entre 4% e 6% para o intervalo entre 6% e 8% representa um aumento, respectivamente, de 33,33% para 45,83% de incidências de reduções dos dividendos naquelas classes de RCP.

A tabela em anexo 4 sugere que os prejuízos poderão constituir, de facto, a explicação mais plausível para os gestores cortarem nos dividendos distribuídos. Esta amostra contém 26 observações que correspondem às empresas que tiveram, pelo menos, um prejuízo e 84 observações que correspondem às empresas com, pelo menos, um lucro decrescente (entre 2001 e 2005). A tabela apresenta os resultados separados dos 7 modelos econométricos seguintes:

- (1) $DD = \text{Constante} + b \cdot DP$
- (2) $DD = \text{Constante} + b \cdot DP + c \cdot RL$
- (3) $DD = \text{Constante} + b \cdot DP + d \cdot \Delta RL$
- (4) $DD = \text{Constante} + b \cdot DP + c \cdot RL + d \cdot \Delta RL$
- (5) $DD = \text{Constante} + c \cdot RL + d \cdot \Delta RL$

$$(6) DD = \text{Constante} + c \cdot RL$$

$$(7) DD = \text{Constante} + d \cdot \Delta RL$$

Nos modelos anteriores DD significa *dividend dummy* e é uma variável binária que assume o valor 0 caso o montante de DPA no ano do prejuízo ou do lucro decrescente seja menor que o DPA do ano anterior e 1 caso contrário. A *dummy* prejuízo (DP) é, igualmente, uma variável binária e é igual a 1 se a empresa registou um prejuízo no período considerado e 0 no caso contrário. RL é o resultado líquido no ano do prejuízo/lucro decrescente (ponderado pelo valor contabilístico dos capitais próprios do ano anterior) e ΔRL a variação do resultado líquido no ano em causa (também ponderado pelo valor contabilístico dos capitais próprios do ano anterior). Formulou-se um modelo *Logit* e os parâmetros foram estimados recorrendo ao programa informático Stata 9.1. Os parâmetros foram estimados por este programa informático em todas as regressões econométricas neste trabalho.

Os resultados da tabela em anexo 4 mostram que a variável DP é estatisticamente significativa, para um nível de significância de 1%, com uma estatística t de -3,34 no modelo (1) e de -3,03 no modelo (3) e está negativamente correlacionada com a DD. Isto é, o simples facto de uma empresa ter tido prejuízo aumenta a probabilidade de a empresa reduzir os dividendos pagos. A DP é, de facto, a única variável estatisticamente significativa em todos os modelos onde ela tenha sido considerada. É, também, a única variável estatisticamente significativa quando se juntam as três variáveis explicativas no mesmo modelo (4). Se verificarmos os coeficientes de determinação (Pseudo R^2) nas regressões econométricas com uma única variável explicativa, a DP (com um Pseudo R^2 de 8,95%) tem uma maior capacidade explicativa nas decisões dos dividendos do que o RL (5,27%) e do que a ΔRL (2,71%). Apesar das conclusões destas regressões estarem algo limitadas devido aos baixos níveis dos coeficientes de determinação, não deixa de ser surpreendente a maior capacidade explicativa da DP, uma vez que a mesma não contém qualquer informação sobre a magnitude da perda para as empresas (DeAngelo et al., 1992).

A Tabela em anexo 4 também revela que o RL é estatisticamente significativo sempre que a DP não é considerada (nos modelos (5) e (6)) e está positivamente correlacionado com a variável dependente. Isso é um indício de que quanto maior for

o RL, menor é a possibilidade de haver uma redução nos dividendos distribuídos. E a ΔRL é estatisticamente diferente de zero quando é a única variável explicativa, perdendo essa relevância estatística em todos os restantes modelos.

Uma interpretação intuitiva do modelo (4) é a seguinte: se uma empresa teve um prejuízo e registou um RL de -5% dos capitais próprios e uma ΔRL de -10 pontos percentuais, então a probabilidade dessa empresa manter ou aumentar o DPA é de $16,97\%$, mantendo-se todo o resto constante¹⁶. Já para uma empresa que tenha tido um lucro decrescente e tenha registado um RL de 5% dos capitais próprios e uma ΔRL de -10 pontos percentuais, então a probabilidade dessa empresa manter ou aumentar o DPA é de $52,55\%$, mantendo-se todo o resto contante. Já no modelo (6), e para o primeiro caso, a probabilidade dessa empresa manter ou aumentar o DPA é de $29,97\%$, mantendo-se todo o resto constante. No segundo caso, a probabilidade dessa empresa manter ou aumentar o DPA é de $51,66\%$, mantendo-se todo o resto constante.

De salientar que nos modelos (1) e (3), as constantes são estatisticamente significativas e positivas (para um nível de significância de, respectivamente, 10% e 5%). Isso é um sintoma da relutância dos gestores em cortar nos dividendos (algo que é consistente com estudos anteriores¹⁷).

Quando o RL é a única variável explicativa, a estatística-t é de $2,64$ (estatisticamente significativa para um nível de significância de 1%), mas quando se inclui a variável DP, a estatística-t do RL passa a ser de $0,11$, perdendo relevância estatística para os níveis de significância habitualmente aceites (uma justificação para essa ocorrência poderá ser devido à relativamente elevada correlação entre estas variáveis¹⁸).

¹⁶ Chegou-se a este valor através de dois passos. Primeiro, substituiu-se no modelo (4) DP por 1, RL por -5% e ΔRL por -10 pontos percentuais e calculou-se aquela equação. Por fim, utilizou-se a

seguinte fórmula: $\frac{1}{(1 + e^{-x})}$, em que x é o resultado da equação acima mencionada, atingindo-se,

assim, uma probabilidade de $16,97\%$.

¹⁷ Exemplos disso estão patentes nos artigos de DeAngelo e DeAngelo (1990) e de DeAngelo et al. (1992), já referidos no capítulo 3 deste trabalho.

¹⁸ A correlação entre DP e RL é de $-0,70$ (ver tabela 11 em anexo).

Em suma, a ocorrência de prejuízos parece ser o factor que melhor justifica a opção dos gestores em reduzir o montante de dividendos pagos aos seus accionistas (de acordo com as tabelas em anexos 2 e 4). Já quanto às empresas que tiveram um lucro decrescente, apenas 40,5% delas reflectiram as perdas dos resultados nos dividendos. Estas evidências sugerem que as reduções nos dividendos possam depender, também, dos resultados obtidos no ano anterior ou de perspectivas futuras dos gestores.

4.1.2 Evolução dos resultados e as reduções dos dividendos

A tabela em anexo 5 divide o conjunto das empresas analisadas em dois grupos. O primeiro é composto pelas empresas que reduziram os dividendos e o segundo pelas empresas que não reduziram os dividendos, no ano do prejuízo ou do lucro decrescente. Os resultados líquidos vão desde dois anos antes até dois anos após aquele acontecimento e foram resultados relativizados pelo valor contabilístico dos capitais próprios dos respectivos anos anteriores. Para cada um destes dois grupos calculou-se a média (em cima de cada célula da tabela) e a mediana (em baixo) em cada ano. Na coluna da direita, a estatística-t é um parâmetro que mede a significância estatística da diferença das médias entre as empresas que reduziram os DPA e as empresas que não reduziram os DPA (bem como a diferença das mesmas para as medianas). Entre os anos -2 e 0 a dimensão da amostra é de 55 empresas para as empresas que cortaram nos dividendos (o mesmo número para as restantes). As duas amostras foram reduzidas nos anos seguintes devido a fusões e aquisições. No ano 1 houve 4 empresas que foram alvo de oferta de compra de outras empresas e 3 que se fundiram com outras empresas, enquanto que no ano 2 essas ocorrências foram, respectivamente, de 6 e de 2. O número de empresas que cortou nos dividendos no ano 0 e que permanece na amostra no ano 1 e no ano 2 é, respectivamente, de 51 e de 45, enquanto que para as empresas que não reduziram aqueles dividendos, esses número são, respectivamente, de 52 e de 50.

É curioso verificar que entre o ano -2 e o ano -1 os resultados líquidos aumentaram tanto para um como para o outro grupo de empresas (quer para as médias, quer para as medianas). A diferença entre os níveis de rentabilidade não é substancialmente

diferente neste período. Só a partir do ano 0 é que esta diferença se torna estatisticamente significativa. Para as empresas que reduziram o DPA, nesse ano a média do RL é de 2,58% e a mediana de 1,96%, enquanto que para as que não reduziram, a média do RL é de 5,94% e a mediana de 5,34% com a estatística-t da diferença a ser de $-2,84$ para a média e de $-2,85$ para a mediana.

No ano 1, os dois grupos de empresas viram os seus resultados líquidos melhorarem (com um nível de 3,08% em média para as que haviam reduzido o DPA e 7,26% para as que não o fizeram). A estatística-t desta diferença é de $-2,77$. No que concerne às medianas, a diferença entre os níveis de rentabilidade não é estatisticamente diferente de zero, tal como no ano 2. Nesse ano, em média, para o primeiro grupo de empresas o RL é de 5,05% (5,09% de mediana) e no segundo é de 10,96% (9,15% de mediana), com a estatística-t a ser de $-2,47$ para a diferença das médias e de $-1,70$ para a diferença das medianas.

Portanto, só a partir do ano 0 é que se pode inferir da existência de dois níveis de rentabilidade entre empresas que optaram por cortar nas remunerações aos seus accionistas e as empresas que não o fizeram. Isto indicia que, afinal, os resultados líquidos não antevêm a possibilidade de haver reduções nos dividendos (do ponto de vista do agente económico externo à empresa). Mas já é visível a diferença entre aquelas rentabilidades nos dois anos posteriores ao decréscimo das *performances*. 63,6% das empresas que reduziram os dividendos viram os seus resultados líquidos melhorarem no ano 1 face ao ano anterior. Logo, o decréscimo nos dividendos reflecte, com maior probabilidade, um baixo nível dos resultados (relativamente aos resultados anteriores e posteriores) e não uma simples variação desses resultados de ano para ano.

Uma outra interpretação possível da tabela em anexo 5 é a seguinte: as empresas que reduziram os dividendos tendem a passar por maiores dificuldades nos dois anos subsequentes à queda nos resultados do que as que mantiveram ou que aumentaram os dividendos. Isso é consistente com o argumento de que o corte nos dividendos é determinado tanto pela dimensão do decréscimo nos resultados (Lintner, 1956) como pela perspectiva futura acerca da persistência dos problemas nos resultados dessas empresas (M&M, 1961).

A tabela em anexo 6 contém a análise *Logit* que demonstra a relação entre as decisões de dividendos e os resultados líquidos em quatro anos que vão desde o ano anterior ao prejuízo ou lucro decrescente até dois anos após essa ocorrência. Essa tabela apresenta os resultados dos seguintes quatro modelos econométricos:

$$(1) DD = \text{Constante} + b \cdot RL_{-1}$$

$$(2) DD = \text{Constante} + b \cdot RL_{-1} + c \cdot RL_0$$

$$(3) DD = \text{Constante} + b \cdot RL_{-1} + c \cdot RL_0 + d \cdot RL_1$$

$$(4) DD = \text{Constante} + b \cdot RL_{-1} + c \cdot RL_0 + d \cdot RL_1 + e \cdot RL_2$$

Nos modelos atrás apresentados a variável *DD* significa, como anteriormente, *dividend dummy* e é uma variável binária (não observável) que assume o valor 0 caso o montante de DPA no ano do prejuízo ou do lucro decrescente seja menor que o DPA do ano anterior e assume o valor 1 caso contrário. RL_{-1} é o resultado líquido no ano -1, RL_0 o resultado líquido no ano 0, RL_1 o resultado líquido no ano 1 e RL_2 o resultado líquido no ano 2 (cada uma destas variáveis foi relativizada pelo valor contabilístico dos capitais próprios do respectivo ano anterior e em todas as análises efectuadas neste trabalho, pelo que daqui em diante esta variável será designada sempre de resultado líquido). Nos primeiros dois modelos, a amostra possui 110 empresas, no modelo (3) 103 empresas e no modelo (4) 95 empresas. Estas reduções das amostras devem-se à ocorrência de fusões e aquisições, já anteriormente mencionado.

Considerando que existe uma natural incerteza por parte dos próprios gestores no que concerne aos resultados futuros, a lógica da inclusão dos resultados líquidos um ano antes e dois anos após o decréscimo dos resultados como determinantes da política de dividendos adveio de duas hipóteses: primeiro, as variações no montante de dividendos distribuídos reflectem a avaliação que um gestor faz da rentabilidade futura da empresa (tese defendida por M&M) e segundo, esses resultados, quando forem conhecidos, constituem uma *proxy* razoável das expectativas que esse gestor tinha na altura da decisão dos dividendos a pagar antes dos resultados líquidos serem conhecidos (DeAngelo et al., 1992).

Apesar da inclusão dos resultados subsequentes à queda dos resultados do ano 0 melhorar o coeficiente de determinação, nenhum dele é estatisticamente significativo¹⁹. Logo, esta análise não acrescenta muito em relação ao que já foi dito da tabela anterior. Aliás, das tabelas em anexos 4 e 6 podemos aferir que, efectivamente, o decréscimo nos resultados líquidos parece provocar uma ruptura na política de estabilização permanente dos dividendos.

4.1.3 Reduções dos dividendos e rúbricas extra-exploração

De acordo com M&M (1959) e Fama e Babiak (1968), as decisões dos dividendos podem ser influenciadas por rúbricas que estão para além da análise dos resultados líquidos por si só. Dito de outro modo, é menos provável que os empresários responsáveis pela gestão das empresas escolham a redução dos dividendos como alternativa à manutenção ou o aumento destes quando se verifica que baixos índices de rentabilidade se devem ao decréscimo de resultados que ocorrem apenas esporadicamente (como são os resultados extra-exploração)²⁰. Esta constatação aumenta a possibilidade de melhorar as regressões econométricas realizadas nas secções anteriores, ao incluir uma variável cujos proveitos e custos não têm directamente a ver com a actividade da empresa.

Essa variável consiste nos resultados extraordinários (RE), cujo saldo é o resultado da seguinte fórmula:

$$RE = \text{proveitos extraordinários} - \text{custos extraordinários} + \text{itens extra/venda de activos}$$

Mais uma vez, estas rúbricas foram recolhidas da base de dados Datastream. Houve empresas em que não havia dados acerca de uma das rúbricas naquela fórmula, pelo que essas empresas não foram incluídas nas análises que se seguem. Identicamente, não foram consideradas empresas cuja quebra no resultado líquido tenha acontecido

¹⁹ Possivelmente, devido à elevada colinearidade entre as variáveis explicativas nestes modelos.

²⁰ Se bem que podem existir proveitos e custos que não sejam recorrentes ano a ano, mas que ocorram de 2 em 2, 3 em 3 anos, como seja, por exemplo, a compra de outras empresas. Claro está que isso também está dependente de critérios contabilísticos.

em 2005, em consequência da obrigatoriedade da adoção da *International Accounting Standard* (IAS) para todas as sociedades cotadas em bolsa nos países da União Europeia (UE) nesse ano. Esta norma não reconhece a existência de resultados extraordinários na contabilidade das empresas.

Na tabela em anexo 7 estão presentes as médias (em cima de cada célula) e as medianas (em baixo) dos resultados líquidos e dos resultados extraordinários das empresas que cortaram os dividendos e das que não o fizeram. Os resultados extraordinários foram relativizados, primeiro pelo valor contabilístico dos capitais próprios do ano anterior à queda do resultado líquido e, depois, pelo resultado líquido do ano anterior ao seu decréscimo. A estatística-t, na coluna da direita, mede a significância estatística da diferença das médias entre as empresas que reduziram os DPA e as empresas que não reduziram os DPA (bem como a diferença das mesmas para as medianas).

Já foi mencionada na tabela em anexo 5 a diferença de *performances* entre as empresas que reduziram e as que não reduziram os dividendos no ano do decréscimo dos resultados líquidos²¹. Quando ponderados pelo valor contabilístico dos capitais próprios, os resultados extraordinários tiveram um efeito negativo nos dois tipos de empresas (relativamente à decisão dos dividendos). A média dos resultados extraordinários (relativizados pelo resultado líquido do ano anterior) para as empresas que cortaram nos dividendos foi fortemente influenciada por dois *outliers* com valores muito díspares do resto da sub-amostra²². Todavia, os resultados não recorrentes não parecem ter, por si só, capacidade explicativa para distinguir as empresas que cortaram nos dividendos das empresas que não o fizeram (uma vez que as estatísticas-t das suas diferenças não são estatisticamente diferentes de zero).

A tabela em anexo 8 descreve a relação numérica entre as decisões dos dividendos e os resultados líquidos e entre os primeiros e os resultados extraordinários. Os

²¹ Os valores da estatística-t para as médias e para as medianas nos resultados líquidos são diferentes nas duas tabelas devido à menor dimensão da amostra da tabela 7 face à tabela 5.

²² Se excluirmos esses *outliers*, em vez de 140,26%, os resultados extraordinários passam a ser de -47,25%.

resultados dessa tabela são apresentados de acordo com as seguintes duas regressões econométricas:

$$(1) DD = \text{Constante} + b \cdot RL_{-1} + c \cdot RL_0 + d \cdot RE_0$$

$$(2) DD = \text{Constante} + b \cdot RL_{-1} + c \cdot RL_0 + d \cdot RL_1 + e \cdot RE_0$$

DD é a *dividend dummy*, já descrita nas secções anteriores. RL_{-1} , RL_0 e RL_1 correspondem aos resultados líquidos e, variáveis essas, também já descritas na secção anterior. RE_0 são os resultados extraordinários (ou resultados extra-exploração), calculados pela formula mencionada no início desta secção e relativizados pelo valor contabilístico dos capitais próprios do ano anterior à queda dos resultados líquidos. Novamente, o número de empresas na amostra diminuiu entre o modelo (1) e o modelo (2) (de 91 para 84). Isso deve-se a dois factores: empresas excluídas por falta de dados nos proveitos e/ou custos extraordinários e empresas que deixaram de ser cotada em bolsa porque foram alvo de aquisições ou porque se fundiram com outras empresas.

Espera-se que os coeficientes dos RE_0 estejam no sentido oposto ao dos resultados líquidos (DeAngelo et al., 1992). Assim, quanto mais negativo for o resultado extra-exploração, menor deverá ser o nível da rentabilidade líquida de uma empresa, embora isso constitua uma mera perda transitória, que em princípio não irá repetir-se nos anos seguintes. Por conseguinte, quanto maior for o peso dos resultados extra-exploração nos resultados líquidos, menor deverá ser a probabilidade de a empresa reduzir o montante de dividendos face ao ano anterior.

Os resultados revelam que efectivamente, os RE estão negativamente correlacionados com a DD nas duas regressões. Todavia, os seus coeficientes não são estatisticamente diferentes de zero para um nível de significância de 10%. Apenas RL_0 é estatisticamente significativo nos dois modelos econométricos (para um nível de significância de 1% na primeira regressão e de 5% na segunda).

4.1.4 Síntese das principais determinantes das reduções dos dividendos

De todas as tabelas até agora mencionadas, para as empresas sediadas em Portugal, Espanha e Itália que estão ou que estiveram cotadas em bolsa, e que tenham tido cinco anos consecutivos ou mais de DPA e de resultados líquidos positivos antes de terem uma queda no resultado líquido algures entre 2001 e 2005, podemos concluir que:

- O prejuízo parece constituir a principal razão para estas empresas procederem ao corte nos dividendos no ano da queda do resultado líquido;
- O nível do resultado líquido explica melhor as decisões dos dividendos do que a simples variação desses resultados de ano para ano;
- O nível do resultado líquido no ano da sua queda explica melhor as decisões de redução dos dividendos do que os níveis do resultado líquido do ano anterior e dos resultados líquidos subsequentes;
- As empresas que cortaram nos dividendos, em média, passaram por mais dificuldades do que a média das empresas que não cortaram nos dividendos (a avaliar pelos resultados líquidos).

Na próxima secção será abordada a questão dos previsores de resultados futuros, com a finalidade de apurar se neste mercado mediterrânico existe algum “conteúdo informativo dos dividendos”, bem como confrontar a teoria da sinalização dos dividendos com a teoria da irrelevância informativa da política dos dividendos.

4.2 Previsores dos resultados futuros

Como já foi referido a propósito da teoria da sinalização, o “conteúdo informativo dos dividendos” é uma expressão tipicamente associada à transmissão de informação acerca dos resultados futuros através dos dividendos. Presume-se que a política de dividendos é um substituto dos resultados presentes na previsão do futuro desempenho de uma empresa. Se assim for, então quanto menos fiáveis forem os

resultados publicados na contabilidade das empresas, mais úteis serão os dividendos nas expectativas futuras dessas empresas²³.

Vimos na tabela em anexo 5 que tanto as empresas que reduziram os dividendos como as empresas que não o fizeram acabaram por exibir melhores resultados líquidos nos dois anos seguintes à queda dos resultados líquidos, sugerindo isso que os resultados presentes serão menos úteis na análise de *performances* futuras. E como os gestores são tipicamente relutantes no corte dos dividendos, a redução nos dividendos pagos aos accionistas poderá fornecer um sinal mais credível sobre as expectativas dos gestores (aliás, a diferença das *performances* entre estes e os que não cortaram nos dividendos é estatisticamente diferente de zero).

Realizou-se esta análise recorrendo ao método dos mínimos quadrados. Esta análise foi realizada de acordo com os 4 modelos econométricos seguintes:

- (1) $RL_1 = \text{Constante} + bRL_0$
- (2) $RL_1 = \text{Constante} + bRL_0 + d*DD$
- (3) $RL_1 = \text{Constante} + bRL_0 + c*RE_0$
- (4) $RL_1 = \text{Constante} + bRL_0 + c*RE_0 + d*DD$

Nos modelos indicados todas as variáveis usadas já foram definidas aquando da execução das regressões econométricas em secções anteriores (excepto a DD, que aqui é uma variável observável). Espera-se uma correlação positiva entre RL_1 e DD, entre RL_1 e RL_0 e uma correlação negativa entre RL_1 e RE_0 (visto que na tabela em anexo 7 a média amostral do resultado extraordinário é negativa). A amostra contém 95 empresas nos dois primeiros modelos e 84 empresas nos dois últimos modelos (devido à falta de dados nos RE_0 e devido à entrada em vigor da IAS em 2005).

A tabela em anexo 9 mostra-nos que os resultados líquidos presentes são os melhores estimadores dos resultados futuros. O RL_0 é estatisticamente significativo para um nível de significância de 1% em todos os modelos adoptados. As estatísticas-t variam entre os 9,26 (no modelo (3)) e os 6,77 (no modelo (2)). O coeficiente de

²³ Ver capítulo 2.5.

determinação atinge o seu valor máximo no modelo que inclui RL_0 e RE_0 como variáveis explicativas – com um R^2 ajustado de 50,4%.

No modelo (1) a constante é estatisticamente diferente de zero para um nível de significância de 1% (e com estatística-t de 2,78). Ou seja, para este modelo, os resultados são tendencialmente crescentes no ano a seguir à queda dos resultados líquidos – o mesmo acontecendo nos modelos (3) e (4), com a constante a ser estatisticamente significativa para níveis de significância de, respectivamente, 5% e 10%.

Por sua vez, a DD não tem qualquer relevância estatística quando comparada com RL_0 e com RE_0 – esta última é estatisticamente significativa nos dois modelos em que é considerada e, como se esperava, varia no sentido oposto ao RL_1 . Isto está de acordo com M&M (1961), cuja política de dividendos não tem qualquer importância nos resultados gerados pelas empresas²⁴. Dito de outro modo, o que verificamos é que os resultados passados são os melhores previsores de resultados futuros das empresas.

No modelo (3), o coeficiente da variável RL_0 tem a seguinte interpretação: se RL_0 aumentar um ponto percentual, o RL_1 aumentará 0,831 pontos percentuais, mantendo-se todo o resto constante. Quanto ao coeficiente da variável RE_0 , a sua interpretação é a seguinte: se RE_0 diminuir um ponto percentual, o RL_1 aumentará 0,363 pontos percentuais.

A tabela em anexo 10 contém a análise entre RL_1 , DD e componentes recorrentes dos resultados (como sejam os resultados operacionais e o *cash-flow* operacional). A lógica desta análise consiste no seguinte raciocínio. A variável dividendos (DPA) constitui um tipo de remuneração paga em dinheiro. Esses dividendos reduzem o nível de liquidez da empresa, levam a um aumento das necessidades de financiamento exterior e transferem a riqueza dos credores para os accionistas (Charitou, 2000). Já os resultados líquidos são influenciados por proveitos e custos que não ocorrem todos os anos (como é o caso dos resultados extraordinários) e, além disso, estão sujeitos a critérios contabilísticos (DeAngelo et al., 1992) – como sejam as políticas de

²⁴ Ver capítulo 2.1.

amortização e de provisão dos activos. Os resultados operacionais possuem a vantagem de não serem determinados por resultados extra-exploração, enquanto que o *cash-flow* operacional não só não é influenciado por esses resultados, como é independente de critérios relativos à amortização e provisão de activos das empresas. Logo, conjectura-se que os resultados operacionais e o *cash-flow* operacional poderão assegurar uma melhor previsão dos resultados futuros porque contêm apenas componentes permanentes (cujos recursos são gerados todos os anos).

Optou-se por escolher o RL_1 como variável dependente por uma questão de coerência com o critério seguido por DeAngelo et al. (1992). Recorreu-se ao método dos mínimos quadrados. A análise efectuada recorreu a 6 modelos econométricos:

- (1) $RL_1 = \text{Constante} + b * RO_0$
- (2) $RL_1 = \text{Constante} + b * RO_0 + d * DD$
- (3) $RL_1 = \text{Constante} + c * CFO_0$
- (4) $RL_1 = \text{Constante} + c * CFO_0 + d * DD$
- (5) $RL_1 = \text{Constante} + b * RO_0 + c * CFO_0$
- (6) $RL_1 = \text{Constante} + b * RO_0 + c * CFO_0 + d * DD$

Nos modelos atrás indicados os resultados operacionais (RO_0) e o *cash-flow* operacional (CFO_0) foram relativizados pelo valor contabilístico dos capitais próprios do ano -1. Considerou-se a rubrica EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*) como sendo os resultados operacionais. O *cash-flow* operacional consiste no cálculo da seguinte fórmula:

$$CFO = EBITDA^{25} - \Delta \text{Capital Circulante}$$

DD tem as mesmas características dos modelos econométricos anteriores a estes (da tabela em anexo 9). Devido à ausência de dados relativos ao capital circulante de 6 empresas, os modelos (1) e (2) contêm 103 empresas e os restantes modelos 97 empresas.

²⁵ EBITDA significa *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*.

Da tabela em anexo 10 podemos inferir que existe “conteúdo informativo dos dividendos”, já que DD é estatisticamente diferente de zero nos modelos onde ela é considerada – para um nível de significância de 5% no modelo (4) e de 10% nos modelos (2) e (6). E, tal como esperado, está positivamente correlacionada com RL_1 .

É, todavia, a variável RO_0 a que tem a estatística-t mais relevante (com um nível de significância de 1%) em todas as regressões em que é considerada – que vão desde valores de estatística-t de 6,17 modelo (6) até 6,92 no modelo (1). A inclusão da variável DD melhora, ainda que de forma residual, a capacidade explicativa do modelo (dito de outro modo, traduz-se num incremento do R^2 ajustado de 31,51% para 33,13%). Logo, os dividendos constituem, com alguma relevância, um substituto dos resultados operacionais e a teoria da sinalização dos dividendos parece ter deste modo alguma validade nesta análise.

O CFO apenas é estatisticamente significativo quando se afigura como a única variável explicativa (para um nível de significância de 10% e com uma estatística-t de 1,67, abaixo da estatística-t da constante, que é de 2,92 e relevante para um nível de significância de 1%) no modelo (3).

Na tabela em anexo 10, o modelo com melhor capacidade explicativa tem um R^2 ajustado de 33,22%, abaixo do melhor modelo da tabela em anexo 9, que tem um R^2 ajustado 50,4%. Portanto, os resultados extra-exploração parecem ser, afinal, uma rúbrica a ter em conta na análise do RL_1 (apesar de não fornecerem tanta informação como os resultados operacionais ou o *cash-flow* operacional relativamente às receitas e aos custos recorrentes)²⁶.

Como corolário, as principais conclusões da previsibilidade de futuras *performances* são:

- A sinalização dos dividendos apenas parece ser pertinente quando os resultados considerados possuem apenas rúbricas permanentes;

²⁶ Acrescentou-se às regressões das tabelas 9 e 10 os encargos financeiros (ponderados pelo valor contabilístico dos capitais próprios do ano 0). Estes custos não são estatisticamente significativos, o que é coerente com a tese de M&M (1961) de que as decisões de financiamento, tal como a política de dividendos, não têm qualquer importância nos resultados das empresas.

- Quando se incluem todos os proveitos e custos, a política de dividendos, aparentemente, não tem qualquer relevância na análise do futuro das empresas.

Estas conclusões são válidas para empresas com um histórico de lucros e de dividendos positivos antes de terem uma queda nos resultados, no contexto do mercado mediterrânico²⁷.

4.3 Reduções e omissões nos dividendos

Das empresas que registaram um prejuízo, 57,7% escolheram a simples omissão de qualquer dividendo. Ainda assim, isso não é por si só suficiente para que os gestores paguem zero de dividendos (43,3% dos casos não o fizeram), podendo isso indicar-nos que os empresários são particularmente relutantes na omissão de dividendos.

A tabela em anexo 12 é composta por 20 empresas que omitiram dividendos e 35 empresas que apenas os reduziram parcialmente. Como se pode constatar, as primeiras obtiveram pior desempenho do que as últimas. Ou seja, para as empresas que omitiram dividendos, a média dos resultados líquidos no ano anterior à queda dos resultados (RL_{-1}) é de 5,10% contra os 10,29% das empresas que reduziram nos dividendos para valores ainda positivos (as medianas são, respectivamente, de 3,66% e de 7,98%). A estatística-t da diferença entre os resultados destes subgrupos de empresas é de -2,91 (para a média) e de -2,42 (para a mediana). No ano do decréscimo dos resultados líquidos (RL_0) a diferença da *performance* destes tipos de empresas é ainda mais acentuada. Para o primeiro grupo de empresas a média dos resultados líquidos nesse ano é de -2,09%, enquanto que para as restantes esse valor é

²⁷ Foram realizadas análises *Logit*, bem como regressões econométricas estimadas pelo método dos mínimos quadrados para averiguar, respectivamente, quais as variáveis determinantes nas decisões sobre os dividendos e quais as rúbricas mais importantes nas previsões dos resultados futuros. Em cada modelo acrescentou-se uma variável *dummy* para Portugal e outra para Espanha, depois (noutro modelo) uma variável *dummy* para Portugal e outra para Itália e, por fim, uma variável *dummy* para Espanha e outra para Itália. Incluiu-se, igualmente, estas variáveis *dummy* em todas as variáveis explicativas ao longo deste trabalho. Nada de novo surgiu nestas análises, visto que nenhuma destas variáveis é estatisticamente diferente de zero. Isso revela o carácter homogéneo das empresas destes países, que foi referenciado logo no primeiro parágrafo deste capítulo.

de 5,25% (com as medianas a serem, respectivamente, de -1,47% e de 4,33%). Se em RL_{-1} a estatística-t da diferença dos resultados é estatisticamente diferente de zero, então em RL_0 essa diferença é ainda mais evidente (com a estatística-t para a média a ser de -5,76 e para a mediana a ser -4,55). Logo, é pertinente fazer análises *Logit* com as mesmas variáveis explicativas das que foram realizadas ao longo deste trabalho.

4.3.1 Omissões dos dividendos

Na tabela em anexo 13 foi elaborada uma análise *Logit* em tudo igual à análise e estimação dos parâmetros realizada na tabela em anexo 3, excepto em dois aspectos: primeiro, foi incluída na amostra apenas as empresas que reduziram o DPA (com 55 empresas ao todo) e, segundo, a *dividend dummy* é uma variável binária (não observável) que assume o valor 0 caso o montante de DPA no ano do prejuízo ou do lucro decrescente seja zero e assume o valor 1 caso contrário. Estas exceções irão manter-se em todas as regressões econométricas executadas até ao final deste capítulo.

Aqui é o nível do resultado líquido o principal determinante das decisões de redução ou omissão total dos dividendos. É a única variável explicativa a ser estatisticamente significativa em todas as regressões econométricas estimadas. Analisando os modelos com uma única variável explicativa, o RL detém o melhor Pseudo R^2 (de 37,41%), com uma estatística-t de 3,42 e estatisticamente diferente de zero para um nível de significância de 1%. É igualmente a única variável explicativa a ser estatisticamente significativa quando se inserem no modelo todas as variáveis explicativas.

Como era de esperar, a *dummy* prejuízo varia no sentido inverso ao da variável dependente. Isto é, um prejuízo aumenta a probabilidade dos gestores omitirem qualquer dividendo. Quando única variável explicativa, a sua estatística-t é de -3,91, com a capacidade explicativa desse modelo a exibir um Pseudo R^2 de 25,77% (e é relevante para um nível de significância de 1%).

Finalmente, nos modelos (1), (3) e (7), a constante é estatisticamente diferente de zero (para um nível de significância de 1% nos dois primeiros e de 5% no último) e varia

no mesmo sentido que a variável dependente. Dito de outro modo, e para estes modelos, se os gestores já são relutantes na redução dos dividendos, então são ainda mais avessos à não distribuição de dividendos aos proprietários das acções das suas empresas.

Comparando esta tabela com a tabela em anexo 4, quando os resultados líquidos caem, o prejuízo é o factor mais relevante para o decréscimo dos dividendos, mas é necessário que o nível dos resultados líquidos seja muito baixo para que os gestores considerem que é melhor para o futuro da empresa não remunerar os accionistas através dos dividendos.

4.3.2 Evolução dos resultados e omissões dos dividendos

A tabela em anexo 14 contém uma análise *Logit* com características iguais à análise e estimação dos parâmetros efectuada na tabela em anexo 6 excepto no que diz respeito, novamente, aos critérios da amostra e da *dividend dummy*. Mais uma vez, a dimensão das amostras dos modelos (3) e (4) diferem dos dois primeiros devido ao mercado das fusões e aquisições.

Os resultados revelam que o RL_0 parece ser o principal responsável pela opção de redução ou omissão total dos dividendos em todos os modelos onde ele é tido em conta, sendo estatisticamente relevante para um nível de significância de 1% (na tabela em anexo 6 o RL_0 não é estatisticamente diferente de zero quando se incluem os resultados posteriores ao ano 0). No modelo (2) o RL_0 possui uma estatística-t de 3,26 e o coeficiente de determinação deste modelo é de 37,51%.

O RL_1 é estatisticamente significativo, para um nível de significância de 5%, quando este é a única variável explicativa e está positivamente correlacionada com a *dividend dummy*. Por outras palavras, e tal como acontece com o RL_0 , quanto menor for o índice dos resultados líquidos, maior é a propensão para a omissão dos dividendos.

Em suma, os dividendos parecem reflectir a avaliação que um gestor faz da rentabilidade futura da empresa no que concerne à escolha entre a omissão ou a simples redução dos dividendos para valores positivos.

4.3.3 Omissões dos dividendos e rúbricas extra-exploração

Na tabela em anexo 15 estão presentes os resultados de uma análise que é, em tudo, igual à análise *Logit* presente na tabela em anexo 8, excepto no que diz respeito, mais uma vez, aos critérios da amostra e da *dividend dummy*.

Ao contrário das decisões entre a redução ou não dos dividendos, a escolha entre o corte total ou não nos dividendos é influenciada pelos resultados extraordinários. Isto é, quanto mais negativas forem as rúbricas extra-exploração, menor é tendência para o corte total nos dividendos. A variável RE_0 é estatisticamente significativa para um nível de significância de 5% e a sua estatística-t é de $-2,34$ no modelo (2), enquanto que no modelo (1) é de $-2,27$.

A variável RL_0 , tal como os resultados extraordinários, é estatisticamente significativa (mas para um nível de significância de 1%) e com estatísticas-t nos modelos (1) e (2) de, respectivamente, 3,11 e 2,87.

A introdução das rubricas extraordinárias melhora capacidade explicativa destas regressões econométricas (a avaliar pelo Pseudo R^2 , com valores de 46,19% e de 47,56% nos dois modelos considerados). Dito de outro modo, a separação das componentes não recorrentes dos resultados líquidos fornece uma explicação mais credível das decisões acerca do corte total ou parcial dos dividendos do que, por exemplo, a análise dos resultados líquidos e dos prejuízos.

4.4 Omissões dos dividendos e previsores de resultados futuros

A tabela em anexo 16 contém a análise dos parâmetros estimados pelo método dos mínimos quadrados cujas características são iguais à análise presente na tabela em

anexo 9, excepto a amostra, que é preenchida apenas por empresas que cortaram nos dividendos e a variável DD, que assume o valor 0 caso o montante de DPA no ano do prejuízo ou do lucro decrescente seja zero e o valor 1 caso contrário.

Tal como na análise das reduções ou não nos dividendos, não existe aparentemente um “conteúdo informativo dos dividendos” nas decisões sobre a omissão dos dividendos ou a redução dos mesmos para valores ainda positivos. Os resultados líquidos do ano corrente são a única variável a explicar o rumo dos resultados líquidos futuros (com relevância estatística para um nível de significância de 1% em todos os modelos, excepto o segundo, e varia no mesmo sentido que os resultados futuros).

A tabela em anexo 17 é uma repetição da tabela em anexo 10 (excepto o critério da amostra e da variável binária DD). Aqui os resultados já são consistentes com um “conteúdo informativo dos dividendos”, mas só quando a variável RO_0 não é considerada na análise. RO_0 é estatisticamente diferente de zero em todas as regressões econométricas em que é considerada, com um nível de significância de 1% – o mesmo não acontece com o CFO_0 , já que este não é estatisticamente relevante.

Analisando os modelos das tabelas em anexos 16 e 17, constatamos (através do R^2 ajustado) que os resultados operacionais são previsores mais fiáveis do desempenho futuro das empresas do que os resultados líquidos. Ou seja, para as empresas cujos gestores optaram pelo corte dos dividendos, as receitas e os custos que ocorrem sistematicamente todos os anos contêm mais informação acerca da sustentabilidade dessas empresas do que os resultados líquidos. Quando RO_0 é tida como única variável explicativa, o R^2 ajustado desta regressão econométrica é de 20,19%, enquanto que no caso dessa variável única ser o RL_0 , o R^2 ajustado desse modelo é de 18,38% – para o universo das empresas que reduziram os dividendos.

Como corolário, para as 55 empresas que reduziram os dividendos e que têm sede em Portugal, Espanha ou Itália, que estão ou que estiveram cotadas em bolsa, e que tenham tido, pelo menos, cinco anos consecutivos de DPA e de resultados líquidos positivos antes de registarem uma queda no resultado líquido algures entre 2001 e 2005, podemos inferir que:

- Um baixo nível dos resultados líquidos um ano antes e no ano corrente da sua queda é o requisito mais forte para o corte total nos dividendos;
- O prejuízo também influencia essa decisão (embora não seja tão determinante como na opção entre reduzir ou não os dividendos);
- Existe relevância das rubricas não recorrentes no sentido de indicar o porquê da não omissão dos dividendos, por contraste à escolha entre reduzir ou não os dividendos;
- Os resultados permanentes são, à primeira vista, os melhores previsores da *performance* futura das empresas (mais credíveis do que os resultados líquidos e do que a sinalização dos dividendos sobre possíveis dificuldades financeiras por parte dessas empresas).

5. Dividendo e EBIT negativo

Foi dito no capítulo 3 do presente trabalho que a troca de opiniões em torno da hipótese da sinalização dos dividendos não tem sido unânime. Nissim e Ziv (2001) apoiam esta hipótese enquanto que Grullon et al. (2003) e Skinner (2003) duvidam da credibilidade dessa teoria, tendo em conta os resultados dos seus estudos. Neste capítulo a abordagem da sinalização dos dividendos vai ser diferente dos estudos realizados por aqueles autores. Em vez de examinar o rumo dos dividendos distribuídos de todas as empresas dos mercados bolsistas, a hipótese do “conteúdo informativo dos dividendos” será analisada num contexto onde o aumentar a distribuição dos lucros aos accionistas é visto como sendo mais digno de crédito em termos de percepção da *performance* futura da empresa.

De acordo com Joos e Plesko (2004), como os investidores conseguem observar os prejuízos, os gestores precisam de uma sinalização credível para convencer o mercado de que o desempenho da sua empresa irá melhorar. Para estes autores, um incremento nos dividendos (em *cash*) numa altura em que a empresa evidencie um *cash-flow* negativo constitui uma sinalização com custos elevados, mas credível para a rentabilidade futura da empresa por dois motivos. Em primeiro lugar, porque um aumento nesses dividendos altera de forma imediata a liquidez da empresa. Segundo, porque o aumento nesses dividendos implica um comprometimento da empresa com os seus accionistas na manutenção de elevados índices de dividendos distribuídos no futuro, tendo em conta a relutância dos gestores no corte dos dividendos.

5.1 Descrição da amostra de empresas

Mais uma vez, as empresas seleccionadas estão (ou estiveram) cotadas nos seguintes índices bolsistas: Euronext Lisbon (até 2002 era designada de Bolsa de Valores de Lisboa e Porto), Madrid Stock Exchange ou Borsa Italiana (situada em Milão). A amostra consiste nas observações de empresas-anos, recolhidas na base de dados Datastream, que vai desde 1986 até 2005. A escolha da variável do prejuízo é o EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*), ou seja, o resultado operacional (que, como foi dito no capítulo anterior deste trabalho, inclui componentes permanentes). Quanto aos

dividendos, será tida em conta duas variáveis: o DPA (dividendos por acção) e o montante total de dividendos distribuídos (a detentores de acções ordinárias). A consideração desta última resulta do seguinte: as variações no montante total de dividendos são, de acordo com Joos e Plesko, mais consistente com o argumento de que um aumento nos dividendos traz mais custos para os resultados futuros (tem mais em conta o dinheiro em *cash* que sai da empresa do que o DPA).

Excluiu-se, também, empresas do sector financeiro e *utilities*, bem como aquelas cujo ano-fiscal não corresponda ao último dia do ano (31 de Dezembro). No total, foram seleccionadas 80 empresas com as características exigidas pelos critérios descritos nesta secção.

Este método de análise distingue-se do método de Joos e Plesko em dois aspectos: a variável de prejuízo é o EBIT (enquanto que Joos e Plesko escolheram os resultados antes de actividades descontinuadas e de itens extraordinários) e não foram incluídas na amostra as empresas que, tanto no ano corrente, como no ano anterior à ocorrência do EBIT negativo, apresentassem dividendos totais ou DPA de zero nesses anos (enquanto que Joos e Plesko incluíram na sua amostra empresas que omitiram dividendos nesses dois anos).

5.2 Estatísticas descritivas

A tabela em anexo 18 contém estatísticas acerca das decisões de dividendos das empresas que registaram um resultado operacional (RO) positivo ou que registaram um RO negativo. Como se pode constatar através do painel A daquela tabela, o número de empresas-anos com um RO negativo representa apenas 3,41% da amostra total (de 2343 empresas-anos), o que torna qualquer comparação entre estas empresas bastante limitada em termos de conclusões.

No painel B estão presentes as variações nos dividendos. A percentagem de empresas-anos com rentabilidade positiva que aumentou os dividendos (relativamente ao ano anterior) é superior face às empresas-anos com rentabilidade negativa. Por contraste, e de forma mais evidente, a percentagem de empresas-anos que reduziu os dividendos é

substancialmente superior para as empresas com um RO negativo (essa percentagem foi de 86,25% no corte do montante total de dividendos e de 81,25% no decréscimo dos DPA) face às empresas-anos com um RO positivo.

O painel C é um cruzamento entre as variações totais nos dividendos e as variações nos DPA. As percentagens na diagonal descendente deste painel mostram que na maioria dos casos estas *proxies* reflectem a mesma direcção na variação dos dividendos. Contudo, variações no número de acções em vigor podem levar a percentagens muito acima do zero nos valores fora dessa diagonal. Por exemplo, em 20,70% dos casos houve uma redução no montante total de dividendos e um montante de DPA constante. Tal pode ser devido a operações de recompra de acções próprias (com eliminação das acções recompradas pela empresa).

A tabela em anexo 19 documenta a relação entre empresas que apresentaram um CFO positivo e as empresas que registaram um CFO negativo, sendo que o EBIT do conjunto dessas empresas foi negativo. A dimensão representa a capitalização bolsista das empresas à data do fim do ano-fiscal. ROA é a rentabilidade operacional do activo no ano do EBIT negativo, isto é, a divisão entre o resultado operacional no ano corrente e o activo total do ano anterior. O CFO é determinado pela fórmula descrita no capítulo anterior, mas desta vez foi ponderado pelo activo total do ano anterior. Por fim, o RE (resultado extraordinário) foi calculado pela fórmula descrita no capítulo anterior, mas, tal como a ROA e o CFO, deflacionado pelo activo total do ano anterior. A estatística-t é um parâmetro que mede a significância estatística da diferença das médias e das medianas entre as empresas com CFO positivo e as empresas com CFO negativo.

O número de empresas-anos com CFO negativo revelou-se diminuto quando comparado com as restantes, pelo que, novamente, qualquer comparação entre estas empresas é muito limitada em termos de conclusões²⁸. De qualquer forma, a avaliar pela estatística-t das médias e das medianas, não existe diferenças de *performances* da ROA e do RE, nem existe de diferenças de dimensão nestes dois grupos de empresas,

²⁸ No total foram analisadas 72 empresas e não 80 como na tabela 18 em anexo. Isso aconteceu devido à falta de dados acerca do RE em 8 empresas.

o que revela uma certa homogeneidade nestes aspectos das empresas na amostra. Já no CFO parece haver distinções nesses tipos de empresas, o que pode tornar interessante efectuar regressões econométricas que permitam distinguir empresas com *cash-flow* das operações positiva das empresas com *cash-flow* das operações negativa, num contexto de resultados operacionais negativos.

5.3 Aumentos nos dividendos e previsores dos resultados futuros

Para apurar se os aumentos nos dividendos são uma sinalização dos resultados futuros estimou-se um modelo de previsão dos resultados operacionais para as empresas que tiveram um RO negativo. Supõe-se que aumentos nos dividendos têm custos, particularmente para empresas com *cash-flow* negativo. Logo, esses incrementos nos dividendos distribuídos constituem um predictor mais fiável da *performance* futura para empresas com *cash-flow* negativo do que para empresas com *cash-flow* positivo, para um universo das empresas com EBIT negativo (Joos e Plesko, 2004). Foram realizadas quatro modelos econométricos, recorrendo-se ao método dos mínimos quadrados:

$$(1) ROA_{n+1} = \text{Constante} + b*CFONEG + c*ROA + d*\Delta DIV_up + \\ + e*\Delta DIV_up*CFONEG + f*RE + g*LnCB$$

$$(2) ROA_{n+3} = \text{Constante} + b*CFONEG + c*ROA + d*\Delta DIV_up + \\ + e*\Delta DIV_up*CFONEG + f*RE + g*LnCB$$

$$(3) ROA_{n+1} = \text{Constante} + b*CFONEG + c*ROA + d*\Delta DPA_up + \\ + e*\Delta DPA_up*CFONEG + f*RE + g*LnCB$$

$$(4) ROA_{n+3} = \text{Constante} + b*CFONEG + c*ROA + d*\Delta DPA_up + \\ + e*\Delta DPA_up*CFONEG + f*RE + g*LnCB$$

Em que ROA_{n+1} é a rentabilidade operacional do activo no ano a seguir ao registo do RO negativo, que consiste na divisão entre RO desse ano e o activo total no ano do

RO negativo. ROA_{n+3} é a média aritmética da ROA dos três anos seguintes ao registo do RO negativo, o CFONEG é uma variável binária (observável), que é igual a 1 se o CFO for negativo e igual a 0 caso contrário e a ROA já foi descrita na secção anterior, tal como o RE. A ΔDIV_up é uma variável binária (observável) que é igual a 1 se a empresa aumentou o montante total de dividendos face ao ano anterior, e igual a 0 caso contrário, $\Delta DIV_up * CFONEG$ consiste na multiplicação entre ΔDIV_up e CFONEG. A ΔDPA é em tudo igual à ΔDIV_up , só que em vez de ser o montante total de dividendos, consiste nos dividendos por acção.

Se a hipótese de sinalização dos dividendos acerca das empresas com CFO negativo e das empresas com CFO positivo for correcta, é de esperar que o coeficiente da interacção entre ΔDIV_up e CFONEG (ou entre ΔDPA_up e CFONEG) seja positiva e estatisticamente significativa. Por fim, LnCB consiste na capitalização bolsista (cotação de cada acção multiplicada pelo número de acções) logaritmizada (base neperiana), à data do encerramento do ano-fiscal. Esta última variável foi incluída para controlar potenciais aspectos omitidos, tais como o risco do negócio ou as oportunidades de crescimento das empresas.

A tabela em anexo 20 demonstra os resultados das estimativas acima descritas. A interacção entre ΔDIV_up e CFONEG não é estatisticamente diferente de zero (nem a interacção entre ΔDPA_up e CFONEG). Estas variáveis nem sequer são, por si só, estatisticamente significativas. À semelhança do que se depreende do capítulo anterior, não parece existir “conteúdo informativo dos dividendos” para um universo de empresas com resultados negativos, uma vez que nem sequer a ROA do ano corrente é estatisticamente diferente de zero.

Mais uma vez, os resultados extraordinários têm maior capacidade explicativa do que os dividendos. Apenas para uma previsão a três anos (e quando a variável dividendos incluída é o aumento no seu montante total) é que o RE não tem relevância estatística – no modelo (2). Em todos os restantes modelos econométricos, RE é estatisticamente significativo para um nível de significância de 5%, está negativamente correlacionado, tanto com a ROA_{n+1} como com a ROA_{n+3} e cuja estatística-t vai desde -2,02 a -2,54, nos modelos (4) e (3), respectivamente.

Outra nota interessante resulta da dimensão que, para um futuro de curto prazo, afigura-se influente nas decisões de aumento nos dividendos, sendo estatisticamente significativa para um nível de significância de 10% - nos modelos (1) e (3). E a constante, também num futuro a curto prazo, tem relevância estatística (para um nível de significância de 5%) nos modelos (1) e (3). A sua correlação negativa com a ROA_{n+1} aponta para dificuldades ao nível do negócio desta amostra de empresas. Por fim, e como é normal, estas variáveis explicam melhor o futuro a curto prazo do que o futuro a médio prazo – com R^2 ajustado de 18,04% no modelo (1) e de 18,20% no modelo (3), contra os 11,42% no modelo (2) e de 9,27% no modelo (4)²⁹.

5.4 Síntese dos dividendos em contextos de EBIT negativo

Como corolário, para empresas sediadas em Portugal, Espanha e Itália que estão ou que estiveram cotadas em bolsa para um período entre 1986 e 2005, podemos inferir das empresas que tiveram em um (ou mais) ano(s) EBIT negativo, o seguinte:

- Mais facilmente estas empresas cortam nos dividendos do que empresas com um EBIT positivo;
- Não é visível a distinção entre empresas com CFO negativo e empresas com CFO positivo no que concerne à previsão de resultados operacionais futuros;
- A hipótese de sinalização dos dividendos não parece ser suportada pelos resultados obtidos.

²⁹ De salientar que, para além das regressões econométricas acima mencionadas, foram elaborados modelos *Logit*, em que as variáveis binárias dos dividendos foram as variáveis dependentes e todas as restantes variáveis (exceptuando RE, ROA_{n+1} e ROA_{n+3} , que não foram consideradas) foram as variáveis independentes. Nenhuma daquelas variáveis é estatisticamente diferente de zero, pelo que não foi possível concluir nada acerca das variáveis que mais influenciam o aumento dos dividendos (tanto o montante total de dividendos como os dividendos por acção).

Conclusão

Um prejuízo parece ser a condição primária para que os gestores decidam reduzir no montante de dividendos por acção distribuídos aos seus accionistas para uma amostra de 110 empresas do mercado mediterrânico cotadas nos índices bolsistas da Euronext Lisbon, da Madrid Stock Exchange e da Borsa Italiana. 80,8% das empresas que evidenciaram um prejuízo entre 2001 e 2005 após um período de lucros e sempre a pagar dividendos (de 5 anos consecutivos ou mais) optaram por um corte nos dividendos. Esta percentagem excede aquela que se refere às empresas que reduziram nos dividendos e que obtiveram um decréscimo nos resultados líquidos para valores ainda positivos (39,5%). A análise *Logit* confirma que a existência de um resultado líquido negativo é um factor mais crítico do que o nível desse resultado líquido (face aos resultados líquidos do ano anterior) para que os gestores reduzam os dividendos por acção. De realçar que as empresas que preferiram essa redução obtiveram um desempenho pior nos dois anos seguintes à queda dos resultados do que as restantes empresas (a avaliar pela estatística de teste da diferença da média entre esses dois grupos de empresas). Contrariamente ao que sugerem M&M, os resultados extra-exploração não explicam as decisões de dividendos. Mas o presente trabalho, através do método dos mínimos quadrados, confirma as observações de M&M no que concerne às determinantes dos resultados futuros, uma vez que os resultados líquidos correntes são, aparentemente, os melhores previsores de resultados futuros (embora quando as decisões de dividendos são comparadas com resultados permanentes, como sejam os resultados operacionais ou o *cash-flow* operacional, os dividendos já parecem sinalizar o futuro desempenho das empresas). Também os resultados extraordinários são relevantes (quanto menores forem estes, maiores são os resultados futuros).

Já na análise das omissões nos dividendos, num universo de 55 empresas que cortaram nos dividendos, as conclusões contêm diferenças face às análises anteriores. Primeiro, o baixo nível dos resultados líquidos é uma determinante mais razoável do que o prejuízo na decisão de não pagar qualquer dividendo. Segundo, quanto maior os resultados extraordinários, menor a probabilidade de os gestores omitirem os dividendos (os resultados extraordinários não são relevantes na previsibilidade dos

resultados futuros). Por fim, os resultados operacionais são previsores aparentemente mais fiáveis do que os resultados líquidos quanto à expectativa de rentabilidade futura das empresas.

Adicionalmente, para uma amostra de 80 empresas que entre 1986 e 2005 tenham tido uma (ou mais) vez(es) neste período um EBIT negativo, os gestores não parecem utilizar os dividendos para sinalizar os resultados futuros.

De todas as análises efectuadas podemos afirmar, de um modo generalizado e tendo em conta as limitações referidas ao longo deste trabalho (nomeadamente, o baixo nível do pseudo R^2), que a tese defendida por John Lintner (1956) é consistente com os resultados deste estudo, uma vez que o decréscimo nos resultados líquidos é a principal determinante nas decisões entre reduzir ou não o montante de dividendos. É, entre as variáveis examinadas, aquela que parece indicar melhor o nível da rentabilidade futura das empresas portuguesas, espanholas e italianas. Finalmente, os argumentos de Modigliani e de Miller (1961) revelaram-se mais consistentes do que a teoria da sinalização dos dividendos, a avaliar pelas importâncias dos dividendos face aos resultados líquidos presentes. Dito de outro modo, os resultados futuros parecem ser mais influenciados pelos resultados presentes do que pelos dividendos.

Tanto DeAngelo et al. (1992) como Charitou (2000) apuraram que, após um longo período de resultados e de dividendos positivos, os gestores tendem, perante um prejuízo, a reduzir o montante de dividendos distribuídos nos mercados norte-americano e japonês, respectivamente. Isso foi, igualmente, uma das conclusões deste trabalho (em empresas mediterrânicas). Já a teoria do “conteúdo informativo dos dividendos” não é consistente com os resultados apurados nos modelos econométricos (ao contrário do que acontece nos trabalhos de DeAngelo et al. (1992) e de Charitou (2000)). No que concerne ao *paper* de Joos e Plesko (2004), e contrariamente ao que sucede no trabalho destes autores, da análise *Logit* parece não haver aumentos nos dividendos quando os resultados operacionais são negativos e o *cash-flow* operacional positivo.

Fontes e Bibliografia

Fontes

<http://finance.mapsofworld.com/dividend/stock/>

<http://finance.mapsofworld.com/dividend/stock/residual-policy.html>

<http://ssrn.com/abstract=1400682>

<http://ssrn.com/abstract=309589>

<http://ssrn.com/abstract=964279>

http://www.hewittinvestmentgroup.com/pdf/InBrief_RethinkDividends.pdf

Bibliografia

Baker, Malcolm e Wurgler, Jeffrey, “A Catering Theory of Dividends,” *Journal of Finance*, June 2004, Vol. 59, Issue 3, pp.1125-1165

Baker, Malcolm e Wurgler, Jeffrey, “Appearing and Disappearing Dividends: the link to Catering Incentives,” *Journal of Financial Economics*, August 2004, Vol.73, Issue 2, pp. 271-288

Benartzi, S., Michaely, R. e Thaler, R., “Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?,” *Journal of Finance*, Vol. 52, Issue 3, pp. 1007-1034

Bhattacharya, S., “Imperfect Information, Dividend Policy and “The Bird In The Hand Fallacy,” *Bell Journal of Economics*, Vol. 10, Issue 1, pp. 259-270

Charitou, Andreas, “The Impact of Losses and Cash Flows on Dividends: Empirical Evidence ofr Japan,” *Abacus*, Vol. 36, No.2, June 2000

Damodaran, Aswath., “Corporate Finance: Theory and Practice,” *Wiley*, 2nd edition, 2001

DeAngelo, Harry e DeAngelo, Linda, “Dividend Policy and Financial Distress: An Empirical Investigation of Troubled NYSE Firms,” *The Journal of Finance*, Vol. 45, December 1990, pp. 1415-1431

- DeAngelo, Harry, DeAngelo, Linda e Skinner, Douglas J., “Dividends and Losses,” *The Journal of Finance*, Vol. 47, December 1992, pp. 1837-1863
- Easterbrook, Frank H., “Two Agency-Cost Explanations of Dividends,” *American Economic Review*, September 1984, Vol. 74, Issue 4, pp. 650-659
- Fama, Eugene F. e French, Kenneth R., “Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt”, *Review of Financial Studies*, Spring 2002, Vol.15, Issue 1, pp.1-33
- Goergen, Marc, Renneboog, Luc e Silva, Luís Correia da, “When do German firms change their dividends?” (February 2003), ECGI – Finance Working Paper No. 13/2003
- Grossman, S. J. e Hart, O. D., “Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation,” *Bell Journal of Economics*, 1980, Vol. 11, Issue 1, pp. 42-54
- Grullon, G., Michaely, R. e Swaminathan, B., “Are Dividends Changes A Sign of Firm Maturity?,” *The Journal of Business*, July 2002, Vol. 75, Issue 3, pp. 387-424
- Guay, W. e Hartford, J., “The Cash-Flow Permanence and Information Content of Dividend Increases Versus Repurchases,” *Journal of Financial Economics*, September 2000, Vol. 57, Issue 3, pp.385-415
- Gujarati, Damodar N., “Basic Econometrics,” *McGraw-Hill International Editions, Third Edition*, 1995
- Hoberg, G. e Prabhala, N. R., “Disappearing Dividends, Catering, and Risk,” *Review of Financial Studies*, January 2009, Vol.22, Number 1, pp. 79-116
- Jagannathan, M., Stephens, C. e Weisbach, M., “Financial Flexibility and the Choice Between Dividends and Stock Repurchases,” *Journal of Financial Economics*, September 2000, Vol. 57, Issue 3, pp. 355-384
- Jensen, M. C. e Meckling, William H., “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, October 1976, Vol. 3, Issue 4, pp. 305-360
- Jensen, Michael C., “Agency Costs of Free Cash-Flow, Corporate Finance, and Takeovers,” *The American Economic Review*, vol. 76, No. 2 (May 1986), pp. 323-329
- Joos, Peter R. and Plesko, George A., Costly Dividend Signaling: The Case of Loss Firms with Negative Cash Flows (January 2004). MIT Sloan Working Paper No. 4474-04
- Kalay, Avner, “Stockholder-Bondholder Conflict and Dividend Constraint,” *Journal of Financial Economics*, July 1982, Vol. 10, Issue 2, pp. 423-449
- Koch, A. S. e Sun, A. X., “Dividend Changes and the Persistence of Past Earnings Changes,” *Journal of Finance*, Vol. 59, pp. 2093-2116, 2004

La Porta, Rafael, Lopez-De-Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei e Vishny, Robert W., “Agency Problems and Dividend Policy Around the World,” *Journal of Finance*, February 2000, Vol. 55 Issue 1, pp. 1-33

Lie, E., “Financial Flexibility, Performance, and the Corporate Payout Choice,” *Journal of Business*, November 2005, Vol. 78, Issue 6, pp.1-23

Lintner, John, “Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes,” *American Economic Review*, Vol. 46, May 1956, pp. 97-113

Michaely, R., Thaler, R. H. e Womack, K. L., “Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift?,” *Journal of Finance*, June 95, Vol. 50 Issue 2, pp. 573-608

Miller, M. e Rock, K., “Dividend Policy under Asymmetric Information,” *The Journal of Finance*, Vol. 40, No.4, September 1985

Miller, Merton H. e Modigliani, Franco, “Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares,” *Journal of Business*, Vol. 34, Oct. 1961, pp. 411-433

Myers, Stewart C., “Capital Structure,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol.15, No.2, Spring 2001, pp. 81-102

Myers, Stewart C., “Determinants of Corporate Borrowing,” *Journal of Financial Economics*, 1977, Vol. 5, Issue 2, pp. 147-175

Pacheco, Luís Krug, “Política de Dividendos,” *texto de apoio de Finanças II*, Universidade Católica Portuguesa – Centro Regional do Porto, ano lectivo 2005/2006

Pacheco, Luís Krug, “Sistema Financeiro,” *texto de apoio de Finanças I*, Universidade Católica Portuguesa – Centro Regional do Porto, ano lectivo 2005/06

Pacheco, Luís Krug, “Texto de Análise Económico-Financeira,” *texto de apoio de Análise e Planeamento Financeiro*, Universidade Católica Portuguesa – Centro Regional do Porto, ano lectivo 2005/2006

Pettit, R. R., “Taxes, Transaction Costs and the Clientele Effect of Dividends,” *Journal of Financial Economics*, December 1977, Vol.5, pp. 419-436

Richardson, G., Sefcik, S.e Thompson, R., “A Test of Dividend Irrelevance Using Volume Reactions to Change in Dividend Policy,” *Journal of Financial Economics*, December 1986, Vol. 17, Issue 2, pp. 313-333

Rozeff, Michael S., “How Corporations set their Dividend Payout Ratios,” *Chase Financial Quarterly*, pp. 69-83, Winter 1982

Anexos

Anexo 1

Estatística Descritiva que contém uma amostra de (1) 26 empresas que tiveram, pelo menos, um prejuízo no período compreendido entre 2001 e 2005 e de (2) 84 empresas que tiveram, pelo menos, um decréscimo nos resultados líquidos, mas positivos entre 2001 e 2005

Foram seleccionadas empresas sediadas em Portugal, em Espanha ou na Itália, e que tenham registado cinco anos consecutivos ou mais de resultados líquidos e dividendos positivos antes da queda do resultado líquido no período 2001-2005. Todos os dados foram retirados da base de dados Datastream. O RL de cada ano refere-se ao resultado líquido do respectivo ano (relativizado pelo valor contabilístico dos capitais próprios do respectivo ano anterior). O ano 0 corresponde ao ano da queda do resultado líquido. A variável ΔRL é a variação do resultado líquido no ano 0 face ao ano -1 (e ponderado pelo valor contabilístico dos capitais próprios). Os resultados extraordinários (RE) consistem no cálculo da seguinte fórmula: proveitos extraordinários - custos extraordinários + itens extra/venda de activos. Os resultados extraordinários foram relativizados pelo valor contabilístico dos capitais próprios do ano anterior ao decréscimo do resultado líquido. Considerou-se a rubrica EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*) como sendo os resultados operacionais (RO). O *cash-flow* operacional (CFO) consiste no cálculo da seguinte fórmula: EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) - Δ Capital Circulante. Tal como a variável RE, RO e CFO foram relativizados pelo valor contabilístico dos capitais próprios do ano anterior à quebra do resultado líquido.

	RL ₋₂	RL ₋₁	RL ₋₀	RL ₁	RL ₂
Média	8.09%	9.07%	4.26%	5.19%	8.16%
Mediana	6.67%	7.89%	4.15%	5.54%	7.17%
1º Quartil	3.60%	4.32%	0.21%	1.80%	2.45%
3º Quartil	11.02%	12.42%	7.90%	9.34%	13.33%
Desvio-Padrão	6.08%	6.56%	6.38%	8.09%	12.87%
Variância	0.37%	0.43%	0.41%	0.66%	1.67%
Máximo	40.69%	26.97%	25.50%	24.55%	97.55%
Mínimo	0.50%	0.00%	-17.32%	-31.33%	-39.27%
	ΔRL	RE	RO	CFO	
Média	-4.81%	-1.67%	11.05%	19.90%	
Mediana	-2.45%	-0.61%	10.59%	21.16%	
1º Quartil	-7.12%	-3.17%	5.39%	11.05%	
3º Quartil	-1.23%	0.06%	15.79%	28.43%	
Desvio-Padrão	5.34%	2.91%	9.14%	17.60%	
Variância	0.29%	0.09%	0.84%	3.13%	
Máximo	-0.01%	4.64%	39.06%	75.59%	
Mínimo	-26.30%	-13.83%	-12.92%	-34.11%	

Anexo 2

Incidência das decisões dos dividendos de acções ordinárias para (1) 26 empresas que tiveram, pelo menos, um prejuízo entre 2001 e 2005 e (2) 84 empresas que tiveram, pelo menos, um decréscimo nos resultados líquidos, mas positivos entre 2001 e 2005

Cada decisão dos dividendos corresponde a uma variação no DPA no ano do prejuízo ou da queda no resultado líquido face ao DPA distribuído do ano anterior (ajustado de emissões de novas acções). Foram seleccionadas empresas sediadas em Portugal, em Espanha ou na Itália, e que tenham registado cinco anos consecutivos ou mais de resultados líquidos e dividendos positivos antes da queda do resultado líquido no período 2001-2005. Para as 84 empresas que mantiveram valores positivos no resultado líquido, a incidência das reduções dos DPA refere-se a todas descidas no resultado líquido entre 2001 e 2005. As 62 reduções dos DPA que se registaram para empresas com resultados decrescentes mas positivos foram protagonizadas por 40 empresas diferentes.

		Número (percentagem) de:		
	Número de empresas-anos	Reduções de dividendos	Manutenções de dividendos	Aumentos de dividendos
Empresas com prejuízos	26	21 (80.8%)	4 (15.4%)	1 (3.8%)
Empresas com resultados decrescentes mas positivos	157	62 (39.5%)	44 (28.0%)	51 (32.5%)

Anexo 3

Incidência das reduções dos dividendos para diferentes níveis de rentabilidade dos capitais próprios: a amostra contém (1) 26 empresas que tiveram, pelo menos, um prejuízo entre 2001 e 2005 e (2) 157 empresas-anos entre 2001 e 2005 relativos a 84 empresas que tiveram, pelo menos, um decréscimo nos resultados líquidos, mas positivos entre 2001 e 2005

Cada redução dos dividendos corresponde a um decréscimo no DPA no ano do prejuízo ou da queda no resultado líquido face ao DPA distribuído do ano anterior (ajustado de emissões de novas acções). A rentabilidade dos capitais próprios (RCP) consiste no resultado líquido relativizado pelo valor contabilístico dos capitais próprios do ano anterior. Cada intervalo de valores da RCP dá-nos o número e a percentagem de empresas-anos que reduziu o DPA no respectivo intervalo.

RCP	Número de reduções	Percentagem por categoria	Empresas-anos totais
<-10%	0	0.00%	2
Entre -10% e -6%	4	100.00%	4
Entre -6% e -4%	2	66.67%	3
Entre -4% e -2%	4	80.00%	5
Entre -2% e 0%	11	91.67%	12
Entre 0% e 2%	15	55.56%	27
Entre 2% e 4%	15	41.67%	36
Entre 4% e 6 %	9	33.33%	27
Entre 6% e 8%	11	45.83%	24
Entre 8% e 10%	3	18.75%	16
Entre 10% e 15%	5	23.81%	21
>15%	4	66.67%	6

Anexo 4

Análise Logit que contém uma amostra de (1) 26 empresas que tiveram, pelo menos, um prejuízo no período compreendido entre 2001 e 2005 e de (2) 84 empresas que tiveram, pelo menos, um decréscimo nos resultados líquidos, mas positivos entre 2001 e 2005

A variável dependente é igual a 0 se a empresa reduziu o montante de DPA pagos face ao ano anterior e é igual a 1 caso contrário. A *dummy* prejuízo (DP) é igual a 1 se a empresa registou um prejuízo no período considerado e é igual a 0 caso contrário. O resultado líquido (RL) e a variação nos resultados líquidos (Δ RL) foram relativizados pelo valor contabilístico dos capitais próprios do ano anterior. Para as empresas que tenham evidenciado um prejuízo, o ano considerado foi o do primeiro prejuízo no período considerado. Para as restantes empresas, o ano considerado foi o do primeiro decréscimo do resultado líquido no período considerado. Foram seleccionadas empresas sediadas em Portugal, em Espanha ou na Itália, e que tenham registado cinco anos consecutivos ou mais de resultados líquidos e dividendos positivos antes da queda do resultado líquido no período 2001-2005. Todos os dados foram retirados da base de dados Datastream.

Coeficiente (estatística-t)				
Modelo	(1)	(2)	(3)	(4)
Constante	0.386 (1.73)*	0.281 (0.75)	0.578 (2.06)**	0.540 (1.21)
DP	-1.821 (-3.34)***	-1.657 (-2.31)**	-1.688 (-3.03)***	-1.639 (-2.30)**
RL		1.562 (0.35)		0.508 (0.11)
Δ RL			4.719 (1.14)	4.633 (1.10)
Pseudo R ²	8.95%	9.03%	9.83%	9.84%
Modelo	(5)	(6)	(7)	
Constante	-0.123 (-0.36)	-0.391 (-1.58)	0.361 (1.36)	
DP				
RL	7.971 (2.18)**	9.150 (2.64)***		
Δ RL	4.826 (1.11)		7.703 (1.92)*	
Pseudo R ²	6.12%	5.27%	2.71%	

*Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 10%

**Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 5%

*** Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 1%

Anexo 5

Média e mediana dos resultados líquidos para as 110 empresas que tiveram, pelo menos, ou um prejuízo ou um decréscimo nos resultados líquidos no período compreendido entre 2001 e 2005: amostra dividida entre as empresas que reduziram os dividendos e as empresas que não reduziram os dividendos no ano da queda dos resultados

O resultado líquido em cada um dos anos foi relativizado pelo valor contabilístico dos capitais próprios do respectivo ano anterior. A amostra restringiu-se a empresas que tenham registado cinco anos consecutivos ou mais de resultados líquidos e dividendos positivos antes da queda do resultado líquido no período 2001-2005 e que tenham sede em Portugal, em Espanha ou na Itália. A estatística-t é um parâmetro que mede a significância estatística da diferença das médias entre as empresas que reduziram os DPA e as empresas que não reduziram os DPA (bem como a diferença das mesmas para as medianas). Em cada célula, o valor de cima corresponde à média e o valor de baixo à mediana. Todos os dados foram retirados da base de dados Datastream. Existem 103 observações no ano 1 e 95 observações no ano 2, como reflexo da exclusão de empresas das bolsas de valores, ora porque foram alvo de ofertas de compra de outras empresas, ora porque fundiram-se com outras empresas. 55 empresas anunciaram a redução dos dividendos distribuídos no ano do decréscimo dos resultados líquidos, igual número de empresas não o fizeram. O número de empresas que reduziu esses dividendos e que permanece na amostra no ano 1 e no ano 2 é, respectivamente, de 51 e de 45, enquanto que para as empresas que não reduziram aqueles dividendos, esses número são, respectivamente, 52 e 50.

Média (e mediana) dos resultados líquidos			Estatística-t
Ano	$\Delta DPA \geq 0$	$\Delta DPA < 0$	
-2	7.73% (6.09%)	8.44% (7.39%)	-0.60 (-1.11)
-1	8.41% (6.75%)	9.74% (8.47%)	-1.06 (-1.37)
0	2.58% (1.96%)	5.94% (5.34%)	-2.84 (-2.85)
1	3.08% (4.62%)	7.26% (6.30%)	-2.77 (-1.11)
2	5.05% (5.09%)	10.96% (9.15%)	-2.47 (-1.70)

Anexo 6

Análise *Logit* que contém uma amostra de empresas que tiveram, pelo menos, um decréscimo nos resultados líquidos entre 2001 e 2005 após 5 anos consecutivos ou mais de resultados líquidos e dividendos positivos

A variável dependente é igual a 0 se a empresa reduziu o montante de DPA pagos no ano 0 face ao ano -1 e é igual a 1 caso contrário. 55 empresas anunciaram a redução dos dividendos distribuídos no ano do decréscimo dos resultados líquidos, igual número de empresas não o fizeram. O ano desse decréscimo é definido como sendo 0 na tabela abaixo, o ano -1 corresponde ao ano imediatamente anterior. O RL de cada ano refere-se ao resultado líquido do respectivo ano (relativizado pelo valor contabilístico dos capitais próprios do respectivo ano anterior). A terceira e a quarta regressão contém amostras inferiores às primeiras duas como reflexo da exclusão de empresas das bolsas de valores, ora porque foram alvo de ofertas de compra de outras empresas, ora porque se fundiram com outras empresas.

Coeficiente (estatística-t)				
Modelo	(1)	(2)	(3)	(4)
Constante	-0.283 (-0.86)	-0.123 (-0.36)	-0.106 (-0.29)	-0.112 (-0.30)
RL ₋₁	3.129 (1.06)	-4.826 (-1.11)	-5.848 (-1.30)	-5.446 (-1.18)
RL ₀		12.797 (2.60)***	8.162 (1.50)	6.636 (1.24)
RL ₁			5.763 (1.48)	2.844 (0.70)
RL ₂				3.654 (1.10)
Obs.	110	110	103	95
Pseudo R ²	0.75%	6.12%	7.18%	7.51%

*Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 10%

**Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 5%

*** Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 1%

Anexo 7

Resultados extraordinários e resultados líquidos no ano da queda dos resultados líquidos para 91 empresas que registaram um decréscimo entre 2001 e 2005: amostra dividida entre as empresas que reduziram os dividendos e as empresas que não reduziram os dividendos no ano da queda dos resultados

Os resultados líquidos foram relativizados pelo valor contabilístico dos capitais próprios (VCCP) do ano anterior à queda do resultado líquido. Os resultados extraordinários foram relativizados pelo VCCP e pelo resultado líquido do ano anterior ao decréscimo dos resultados. Os resultados extraordinários (RE) consistem no cálculo da seguinte fórmula: proveitos extraordinários – custos extraordinários + itens extra/venda de activos. 46 empresas anunciaram a redução dos dividendos distribuídos no ano em causa, 45 empresas não o fizeram. A estatística-t é um parâmetro que mede a significância estatística da diferença das médias entre as empresas que reduziram os DPA e as empresas que não reduziram os DPA (bem como a diferença das mesmas para as medianas). Em cada célula, o valor de cima corresponde à média e o valor de baixo à mediana.

	Média (e mediana)		Estatística-t
	$\Delta DPA \geq 0$	$\Delta DPA < 0$	
Resultados Líquidos	2.14% (1.19%)	6.34% (5.45%)	-3.31 (-3.35)
Resultados Extraordinários (relativizado pelo VCCP)	-1.75% (-1.03%)	-1.60% (-0.49%)	-0.07 (-0.23)
Resultados Extraordinários (relativizado pelo RL)	140.26% (-9.16%)	-24.47% (-8.44%)	0.70 (-0.00)

Anexo 8

O efeito dos resultados líquidos e dos resultados extraordinários nas decisões acerca dos dividendos para as empresas que tiveram, pelo menos, um decréscimo nos resultados líquidos entre 2001 e 2005

A variável dependente é igual a 0 se a empresa reduziu o montante de DPA pagos no ano 0 face ao ano -1 e é igual a 1 caso contrário. 46 empresas anunciaram a redução dos dividendos distribuídos no ano do decréscimo dos resultados líquidos, enquanto que 45 empresas não o fizeram. O ano desse decréscimo é definido como sendo 0 na tabela abaixo, o ano -1 corresponde ao ano imediatamente anterior. O RL de cada ano refere-se ao resultado líquido do respectivo ano (relativizado pelo valor contabilístico dos capitais próprios do respectivo ano anterior). Os resultados extraordinários (RE) consistem no cálculo da seguinte fórmula: proveitos extraordinários - custos extraordinários + itens extra/venda de activos. O saldo desta conta corresponde ao valor verificado no ano 0 (e relativizado pelo valor contabilístico dos capitais próprios do ano -1). Todos os dados foram retirados da base de dados Datastream. A diferença de dimensão da amostra entre as duas regressões advém de duas razões: a entrada em vigor da *International Accounting System* (que exclui a consideração da rubrica dos resultados extraordinários) a partir de 2005 e a exclusão de empresas das bolsas de valores.

Modelo	Coeficiente (estatística-t)	
	(1)	(2)
Constante	-0.361 (-0.87)	-0.362 (-0.83)
RL ₋₁	-7.970 (-1.43)	-8.676 (-1.50)
RL ₀	19.524 (2.98)***	16.249 (2.17)**
RL ₁		3.817 (0.73)
RE ₀	-8.964 (-1.00)	-10.587 (-1.05)
Obs.	91	84
Pseudo R ²	10.87%	10.81%

*Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 10%

**Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 5%

*** Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 1%

Anexo 9

Regressão calculada pelo método dos mínimos quadrados para elaborar uma previsão dos resultados líquidos futuros das empresas que tiveram, pelo menos, um decréscimo nos resultados líquidos entre 2001 e 2005

Os resultados líquidos presentes (RL_0) e os resultados extraordinários (RE_0) foram relativizados pelo valor contabilístico dos capitais próprios do ano -1. A variável dependente é o resultado líquido do ano 1 (e relativizada pelo valor contabilístico dos capitais próprios do ano 0). A *dummy* dividendos (DD) é igual a 0 se a empresa reduziu o montante de DPA pagos no ano 0 face ao ano -1 e é igual a 1 caso contrário.

Coeficiente (estatística-t)				
Modelo	(1)	(2)	(3)	(4)
Constante	0.021 (2.78)***	0.014 (1.41)	0.018 (2.24)**	0.015 (1.70)*
RL_0	0.757 (7.44)***	0.716 (6.77)***	0.831 (9.26)***	0.813 (8.53)***
RE_0			-0.363 (-1.77)*	-0.351 (-1.69)*
DD		0.019 (1.37)		0.007 (0.59)
Obs.	95	95	84	84
R^2 ajustado	36.65%	37.23%	50.40%	49.99%

*Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 10%

**Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 5%

*** Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 1%

Anexo 10

Regressão calculada pelo método dos mínimos quadrados para elaborar uma previsão dos resultados operacionais das empresas que tiveram, pelo menos, um decréscimo nos resultados líquidos entre 2001 e 2005

Os resultados operacionais (RO_0) e o *cash-flow* operacional (CFO_0) foram relativizados pelo valor contabilístico dos capitais próprios do ano -1. A variável dependente é o resultado líquido do ano 1 (e relativizada pelo valor contabilístico dos capitais próprios do ano 0). Considerou-se a rubrica EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*) como sendo os resultados operacionais. O *cash-flow* operacional consiste no cálculo da seguinte fórmula: EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) – Δ Capital Circulante. A *dummy* dividendos (DD) é igual a 0 se a empresa reduziu o montante de DPA pagos no ano 0 face ao ano -1 (quando ocorre o decréscimo dos resultados líquidos) e é igual a 1 caso contrário. Todos os dados foram retirados da base de dados Datastream.

Modelo	Coeficiente (estatística-t)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	-0.004 (-0.35)	-0.013 (-1.15)	0.037 (2.92)***	0.019 (1.30)	-0.003 (-0.24)	-0.013 (-0.97)
RO_0	0.502 (6.92)***	0.476 (6.51)***			0.517 (6.49)***	0.492 (6.17)***
CFO_0			0.080 (1.67)*	0.067 (1.42)	-0.007 (-0.17)	-0.012 (-0.28)
DD		0.025 (1.86)*		0.041 (2.47)**		0.026 (1.84)*
Obs.	103	103	97	97	97	97
R^2 ajustado	31.51%	33.13%	1.83%	6.86%	31.52%	33.22%

*Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 10%

**Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 5%

*** Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 1%

Anexo 11

Matriz das correlações que contém uma amostra de (1) 26 empresas que tiveram, pelo menos, um prejuízo no período compreendido entre 2001 e 2005 e de (2) 84 empresas que tiveram, pelo menos, um decréscimo nos resultados líquidos, mas positivos entre 2001 e 2005

A *dummy* dividendos (DD) é igual a 0 se a empresa reduziu o montante de DPA pagos no ano da quebra do resultado líquido face ao ano anterior e é igual a 1 caso contrário. A *dummy* prejuízo (DP) é igual a 1 se a empresa registou um prejuízo no período considerado e é igual a 0 caso contrário. O RL_0 refere-se ao resultado líquido no ano (0) da queda do mesmo (relativizado pelo valor contabilístico dos capitais próprios do ano anterior). O RL_1 consiste no resultado líquido do ano seguinte ao do RL_0 (ponderado pelo valor contabilístico dos capitais próprios do ano 0). ΔRL é a variação dos resultados líquidos no ano 0 (relativizado pelo valor contabilístico dos capitais próprios do ano -1). Os resultados extraordinários (RE_0) consistem no cálculo da seguinte fórmula: proveitos extraordinários – custos extraordinários + itens extra/venda de activos. RO_0 significa resultados operacionais e CFO_0 é o *cash-flow* operacional. Estas últimas três variáveis referem-se ao ano 0 e foram todas relativizadas pelo valor contabilístico dos capitais próprios do ano anterior (-1).

	DD	DP	RL_0	RL_1	ΔRL	RE_0	RO_0	CFO_0
DD	1.00							
DP	-0.34	1.00						
RL_0	0.26	-0.70	1.00					
RL_1	0.26	-0.41	0.63	1.00				
ΔRL	0.19	-0.27	0.38	0.16	1.00			
RE_0	0.02	-0.39	0.28	0.06	0.25	1.00		
RO_0	0.19	-0.58	0.79	0.57	0.12	0.11	1.00	
CFO_0	0.11	-0.28	0.27	0.17	-0.06	0.29	0.32	1.00

Anexo 12

Média e mediana dos resultados líquidos para as 55 empresas que tiveram, pelo menos, ou um prejuízo ou um decréscimo nos resultados líquidos no período compreendido entre 2001 e 2005 e que reduziram os dividendos pagos aos accionistas

O RL_{-1} e o RL_0 são, respectivamente, o resultado líquido do ano anterior e do próprio ano do prejuízo ou queda do resultado líquido (ponderados pelo valor dos capitais próprios dos respectivos anos anteriores). DPA corresponde aos dividendos distribuídos por acção. Em cada célula, o valor de cima é a média e o valor em baixo é a mediana. A amostra contém 20 empresas que omitiram dividendos e 35 empresas que ainda distribuíram dividendos. A estatística-t é um parâmetro que mede a significância estatística da diferença das médias entre o RL_{-1} e o RL_0 (bem como a diferença das mesmas para as medianas).

	Média (e mediana)		Estatística-t
	DPA=0	DPA> 0	
RL_{-1}	5.10% (3.66%)	10.29% (7.98%)	-2.91 (-2.42)
RL_0	-2.09% (-1.47%)	5.25% (4.33%)	-5.76 (-4.55)

Anexo 13

Análise Logit que contém uma amostra de empresas que reduziram ou omitiram o montante de dividendos distribuídos face ao ano anterior, das quais (1) 21 empresas tiveram, pelo menos, um prejuízo no período compreendido entre 2001 e 2005 e (2) 34 empresas tiveram, pelo menos, um decréscimo nos resultados líquidos, mas positivos entre 2001 e 2005

A variável dependente é igual a 0 se a empresa omitiu qualquer dividendo no ano 0 face ao ano -1 e é igual a 1 caso contrário. A *dummy* prejuízo (DP) é igual a 1 se a empresa registou um prejuízo no período considerado e é igual a 0 caso contrário. O resultado líquido (RL) e a variação nos resultados líquidos (Δ RL) foram relativizados pelo valor contabilístico dos capitais próprios do ano anterior. Para as empresas que tenham evidenciado um prejuízo, o ano considerado foi a do primeiro prejuízo no período considerado. Para as restantes empresas, o ano considerado foi a do primeiro decréscimo do resultado líquido no período considerado.

Coeficiente (estatística-t)				
Modelo	(1)	(2)	(3)	(4)
Constante	1.758 (3.63)***	0.144 (0.20)	2.397 (3.42)***	0.397 (0.39)
DP	-2.674 (-3.91)***	-0.135 (-0.12)	-2.762 (-3.87)***	-0.312 (-0.26)
RL		40.435 (2.23)* *		37.671 (1.95)*
Δ RL			9.359 (1.52)	2.499 (0.35)
Pseudo R ²	25.77%	37.43%	28.89%	37.60%
Modelo	(5)	(6)	(7)	
Constante	0.172 (0.32)	0.068 (0.18)	1.022 (2.33)**	
DP				
RL	41.652 (3.35)***	42.100 (3.42)***		
Δ RL	1.740 (0.27)		7.674 (1.42)	
Pseudo R ²	37.51%	37.41%	2.90%	

*Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 10%

**Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 5%

*** Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 1%

Anexo 14

Análise *Logit* que contém uma amostra de empresas que reduziram ou omitiram o montante de dividendos distribuídos face ao ano anterior e que tiveram, pelo menos, um decréscimo nos resultados líquidos entre 2001 e 2005 após 5 anos consecutivos ou mais de resultados líquidos e dividendos positivos

A variável dependente é igual a 0 se a empresa omitiu qualquer dividendo no ano 0 face ao ano -1 e é igual a 1 caso contrário. 20 empresas anunciaram a omissão dos dividendos no ano do decréscimo dos resultados líquidos, enquanto que 35 empresas optaram por reduzir o montante de DPA para um valor ainda positivo. O ano desse decréscimo é definido como sendo 0 na tabela abaixo, o ano -1 corresponde ao ano imediatamente anterior. O RL de cada ano refere-se ao resultado líquido do respectivo ano (relativizado pelo valor contabilístico dos capitais próprios do respectivo ano anterior). A terceira e a quarta regressão contém amostras inferiores às primeiras duas como reflexo da exclusão de empresas das bolsas de valores, ora porque foram alvo de ofertas de compra de outras empresas, ora porque se fundiram com outras empresas.

Coeficiente (estatística-t)				
Modelo	(1)	(2)	(3)	(4)
Constante	-0.475 (-0.99)	0.172 (0.32)	0.280 (0.51)	0.022 (0.03)
RL ₋₁	14.362 (2.34)**	-1.740 (-0.27)	-2.343 (-0.36)	-7.419 (-0.84)
RL ₀		43.391 (3.26)***	38.880 (2.93)***	71.951 (2.62)***
RL ₁			3.542 (0.80)	1.452 (0.18)
RL ₂				19.358 (1.42)
Obs.	55	55	51	45
Pseudo R ²	11.22%	37.51%	35.09%	58.09%

*Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 10%

**Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 5%

*** Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 1%

Tabela 15

O efeito dos resultados líquidos e dos resultados extraordinários nas decisões acerca dos dividendos para as empresas que tiveram, pelo menos, um decréscimo nos resultados líquidos entre 2001 e 2005 e que reduziram ou omitiram o montante de dividendos distribuídos face ao ano anterior

A variável dependente é igual a 0 se a empresa omitiu qualquer dividendo no ano 0 face ao ano -1 e é igual a 1 caso contrário. 17 empresas anunciaram a omissão de dividendos no ano do decréscimo dos resultados líquidos, enquanto que 30 empresas optaram por reduzir o montante de DPA para um valor ainda positivo. O ano desse decréscimo é definido como sendo 0 na tabela abaixo, o ano -1 corresponde ao ano imediatamente anterior. O RL de cada ano refere-se ao resultado líquido do respectivo ano (relativizado pelo valor contabilístico dos capitais próprios do respectivo ano anterior). Os resultados extraordinários (RE) consistem no cálculo da seguinte fórmula: proveitos extraordinários – custos extraordinários + itens extra/venda de activos. O saldo desta conta corresponde ao valor verificado no ano 0 (e relativizado pelo valor contabilístico dos capitais próprios do ano -1). Todos os dados foram retirados da base de dados Datastream. A diferença de dimensão da amostra entre as duas regressões advém de duas razões: a entrada em vigor da *International Accounting System* (que exclui a consideração da rubrica dos resultados extraordinários) a partir de 2005 e a exclusão de empresas das bolsas de valores.

Modelo	Coeficiente (estatística-t)	
	(1)	(2)
Constante	-0.545 (-0.77)	-0.609 (-0.82)
RL ₋₁	-0.708 (-0.09)	-1.578 (-0.18)
RL ₀	63.231 (3.11)***	68.110 (2.87)***
RL ₁		-1.465 (-0.18)
RE ₀	-38.545 (-2.27)**	-57.407 (-2.34)**
Obs.	47	43
Pseudo R ²	46.19%	47.56%

*Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 10%

**Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 5%

*** Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 1%

Anexo 16

Regressão calculada pelo método dos mínimos quadrados para elaborar uma previsão dos resultados líquidos futuros das empresas que reduziram ou omitiram o montante de dividendos distribuídos face ao ano anterior e que tiveram, pelo menos, um decréscimo nos resultados líquidos entre 2001 e 2005

Os resultados líquidos presentes (RL_0) e os resultados extraordinários (RE_0) foram relativizados pelo valor contabilístico dos capitais próprios do ano -1. A variável dependente é o resultado líquido do ano 1 (e relativizada pelo valor contabilístico dos capitais próprios do ano 0). A *dummy* dividendos (DD) é igual a 0 se a empresa omitiu qualquer dividendo no ano 0 face ao ano -1 (quando ocorre o decréscimo dos resultados líquidos) e é igual a 1 caso contrário.

Modelo	Coeficiente (estatística-t)			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Constante	0.013 (1.03)	0.011 (0.52)	0.012 (0.88)	0.011 (0.60)
RL_0	0.722 (3.34)***	0.703 (2.62)**	0.869 (4.49)***	0.853 (3.37)***
RE_0			-0.497 (-1.25)	-0.483 (-1.13)
DD		0.004 (0.12)		0.003 (0.10)
Obs.	46	46	43	43
R^2 ajustado	18.38%	16.51%	31.88%	30.15%

*Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 10%

**Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 5%

*** Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 1%

Anexo 17

Regressão calculada pelo método dos mínimos quadrados para elaborar uma previsão dos resultados operacionais das empresas que tiveram, pelo menos, um decréscimo nos resultados líquidos entre 2001 e 2005

Os resultados operacionais (RO_0) e o *cash-flow* operacional (CFO_0) foram relativizados pelo valor contabilístico dos capitais próprios do ano -1. A variável dependente é o resultado líquido do ano 1 (e relativizada pelo valor contabilístico dos capitais próprios do ano 0). Considerou-se a rubrica EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*) como sendo os resultados operacionais. O *cash-flow* operacional consiste no cálculo da seguinte fórmula: EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) – Δ Capital Circulante. A *dummy* dividendos (DD) é igual a 0 se a empresa omitiu qualquer dividendo no ano 0 face ao ano -1 (quando ocorre o decréscimo dos resultados líquidos) e é igual a 1 caso contrário. Todos os dados foram retirados da base de dados Datastream.

Modelo	Coeficiente (estatística-t)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	-0.016 (-0.92)	-0.032 (-1.52)	0.025 (1.31)	-0.023 (-0.84)	-0.015 (-0.74)	-0.030 (-1.18)
RO_0	0.506 (3.69)***	0.428 (2.90)***			0.548 (3.64)***	0.468 (2.73)***
CFO_0			0.030 (0.42)	0.038 (0.56)	-0.028 (-0.43)	-0.016 (-0.24)
DD		0.035 (1.32)		0.071 (2.43)**		0.030 (0.98)
Obs.	51	51	47	47	47	47
R^2 ajustado	20.19%	21.39%	-1.83%	8.14%	19.99%	19.91%

*Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 10%

**Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 5%

*** Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 1%

Anexo 18

Comparação entre empresas com resultados operacionais (RO) positivos e empresas com RO negativos

A amostra consiste na análise de dividendos, através do número de empresas-anos que vai desde 1986 até 2005, cujos dados foram recolhidos através da base de dados Datastream. Foram seleccionadas empresas sediadas em Portugal, em Espanha ou na Itália. Empresas que tenham omitido dividendos tanto no ano corrente como no ano anterior foram excluídas da amostra. Dividendos Totais (Div. Totais) foi definido como sendo o montante total de dividendos pela empresa, enquanto que DPA são dividendos por acção.

Painel A: Omissões nos dividendos

	RO>0		RO≤0		Total
	N	%	N	%	
Amostra Completa	2263	96.59%	80	3.41%	2343
RO>0 VS RO≤0 e dividendos passados					
Div _{t-1} =0	94	96.91%	3	3.09%	97
Div _{t-1} >0	2169	99.68%	77	3.54%	2176
RO>0 VS RO≤0 e dividendos correntes					
Div _t =0	91	66.42%	46	33.58%	137
Div _t >0	2172	98.46%	34	1.54%	2206

Painel B: Sinal da variação dos dividendos

	Redução		Sem variação		Aumento		Total
	N	%	N	%	N	%	
Amostra Completa							
ΔDiv. Totais	710	30.30%	278	11.87%	1355	57.83%	2343
ΔDPA	560	23.90%	555	23.69%	1228	52.41%	2343
Empresas com RO>0							
ΔDiv. Totais	641	28.33%	275	12.15%	1347	59.52%	2263
ΔDPA	495	21.87%	547	24.17%	1221	53.95%	2263
Empresas com RO≤0							
ΔDiv. Totais	69	86.25%	3	3.75%	8	10.00%	80
ΔDPA	65	81.25%	8	10.00%	7	8.75%	80

Painel C: Interligação entre ΔDiv. Totais e ΔDPA

		ΔDPA		
		Redução	Sem variação	Aumento
ΔDiv. Totais	Redução	65.07%	20.70%	14.23%
	Sem variação	5.76%	82.01%	12.23%
	Aumento	6.05%	13.28%	80.66%

Anexo 19

Comparação estatística entre empresas com *cash-flow* operacional (CFO) positivo e CFO negativo de todas as empresas que evidenciaram um ou mais resultados operacionais (RO) negativos entre 1986 e 2005

A amostra consiste na análise de dividendos do número de empresas-anos com os RO negativos, através de uma estatística descritiva, cujos dados foram recolhidos através da base de dados Datastream. Foram seleccionadas empresas sediadas em Portugal, em Espanha ou na Itália. Empresas que tenham omitido dividendos tanto no ano corrente como no ano anterior foram excluídas da amostra. Dimensão consiste na capitalização bolsista (cotação de cada acção multiplicada pelo número de acções) à data do encerramento do ano-fiscal (31 de Dezembro), com os valores arredondados à unidade. ROA é igual à divisão entre RO do ano corrente e o activo total do ano anterior. O CFO consiste no cálculo da seguinte fórmula: EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) – Δ Capital Circulante. Após este cálculo, o CFO foi ponderado pelo activo total do ano anterior. Os resultados extraordinários (RE) consistem no cálculo da seguinte fórmula: proveitos extraordinários – custos extraordinários + itens extra/venda de activos. Após este cálculo, os RE foram relativizados pelo activo total do ano anterior. A estatística-t é um parâmetro que mede a significância estatística da diferença das médias e das medianas entre as empresas com CFO positivo e as empresas com CFO negativo.

Estatística Descritiva

	CFO\geq0 (N=60) Média Desvio-Padrão Mediana	CFO<0 (N=12) Média Desvio-Padrão Mediana	Estatística-t
Dimensão	237.656 472.359 62.750	2.254.706 6.874.488 69.454	-1.06 -0.00
ROA	-5.66% 0.162 -2.20%	-5.14% 0.096 -2.44%	-0.15 0.07
CFO	11.89% 0.228 8.21%	-7.26% 0.129 -3.14%	4.13 2.45
RE	-1.43% 0.027 -0.56%	-1.56% 0.028 -0.46%	0.15 -0.13

Anexo 20

Previsores dos resultados operacionais futuros de todas as empresas que evidenciaram um ou mais resultados operacionais (RO) negativos entre 1986 e 2005

Regressões calculadas pelo método dos mínimos quadrados para elaborar uma previsão dos RO futuros para as empresas que tenham evidenciado um ou mais RO negativos entre 1986 e 2005. Nos modelos econométricos (1) e (3) a variável dependente é a ROA do ano a seguir ao registo do RO negativo, que consiste na divisão entre RO desse ano e o activo total no ano do RO negativo. Nos modelos econométricos (2) e (4) a variável dependente é a média aritmética da ROA dos três anos seguintes ao registo do RO negativo. CFO consiste no cálculo da seguinte fórmula: EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) – Δ Capital Circulante. CFONEG é uma variável binária (observável), que é igual a 1 se o cálculo da fórmula acima descrita for negativa e igual a 0 caso contrário. ROA é igual à divisão entre RO do ano corrente e o activo total do ano anterior. Δ DIV_up é uma variável binária (observável), que é igual a 1 se a empresa aumentou o montante de dividendos face ao ano anterior, e igual a 0 caso contrário. Δ DIV_up*CFONEG consiste na multiplicação entre Δ DIV_up e CFONEG. Δ DPA_up é uma variável binária (observável), que é igual a 1 se a empresa aumentou o montante de dividendos por acção face ao ano anterior, e igual a 0 caso contrário. Δ DPA_up*CFONEG consiste na multiplicação entre Δ DPA_up e CFONEG. Os resultados extraordinários (RE) consistem no cálculo da seguinte fórmula: proveitos extraordinários – custos extraordinários + itens extra/venda de activos. Após este cálculo, os RE foram relativizados pelo activo total do ano anterior. LnCB consiste na capitalização bolsista (cotação de cada acção multiplicada pelo número de acções) logaritmicada (base neperiana), à data do encerramento do ano-fiscal (31 de Dezembro).

	Coeficiente (estatística-t)			
	Δ Div. Totais		Δ DPA	
Modelo	(1)	(2)	(3)	(4)
Constante	-0.214 (-2.21)**	-0.113 (-1.30)	-0.215 (-2.22)**	-0.118 (-1.34)
CFONEG	0.027 (1.28)	0.013 (0.67)	0.027 (1.26)	0.011 (0.57)
ROA	0.194 (1.11)	-0.010 (-0.07)	0.195 (1.14)	0.033 (0.21)
Δ DIV_up	-0.004 (-0.14)	0.042 (1.30)		
Δ DIV_up* CFONEG	0.049 (0.87)	-0.019 (-0.36)		
Δ DPA_up			-0.013 (-0.39)	0.014 (0.40)
Δ DPA_up* CFONEG			0.057 (1.01)	0.010 (0.18)
RE	-0.887 (-2.48)**	-0.492 (-1.53)	-0.866 (-2.54)**	-0.622 (-2.02)**

Coefficiente (estatística-t)				
	ΔDiv. Totais		ΔDPA	
Modelo	(1)	(2)	(3)	(4)
LnCB	0.011 (1.96)*	0.006 (1.24)	0.011 (1.98)*	0.006 (1.30)
Obs.	73	70	73	70
R ² ajustado	18.04%	11.42%	18.20%	9.27%

*Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 10%

**Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 5%

*** Significativamente diferente de 0 para um nível de significância de 1%

Anexo 21

Matriz das correlações que contém uma amostra das empresas que evidenciaram um ou mais resultados operacionais (RO) negativos entre 1986 e 2005

A amostra consiste na análise de dividendos do número de empresas-anos com os resultados operacionais (RO) negativos, através de uma estatística descritiva, cujos dados foram recolhidos através da base de dados Datastream. Foram seleccionadas empresas sediadas em Portugal, em Espanha ou na Itália. Empresas que tenham omitido dividendos tanto no ano corrente como no ano anterior foram excluídas da amostra. ROA é igual à divisão entre RO do ano corrente e o activo total do ano anterior. ROA_{n+1} é a ROA do ano a seguir ao registo do RO negativo, que consiste na divisão entre RO desse ano (n+1) e o activo total no ano do RO negativo. ROA_{n+3} é a média aritmética da ROA nos três seguintes ao registo do RO negativo. O CFO consiste no cálculo da seguinte fórmula: EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) – Δ Capital Circulante. Após este cálculo, o CFO foi ponderado pelo activo total do ano anterior. Os resultados extraordinários (RE) consistem no cálculo da seguinte fórmula: proveitos extraordinários – custos extraordinários + itens extra/venda de activos. Após este cálculo, os RE foram relativizados pelo activo total do ano anterior. Δ DIV_up é uma variável binária (observável), que é igual a 1 se a empresa aumentou o montante total de dividendos face ao ano anterior, e igual a 0 caso contrário. Δ DPA_up é uma variável binária (observável), que é igual a 1 se a empresa aumentou o montante de dividendos por acção face ao ano anterior, e igual a 0 caso contrário. LnCB consiste na capitalização bolsista (cotação de cada acção multiplicada pelo número de acções) logaritmizada (base neperiana), à data do encerramento do ano-fiscal (31 de Dezembro).

	ROA_{n+1}	ROA_{n+3}	CFO NEG	ROA	Δ DIV_up	Δ DPA_up	RE	LnCB
ROA_{n+1}	1.00							
ROA_{n+3}	0.70	1.00						
CFONEG	0.20	0.11	1.00					
ROA	-0.15	-0.20	-0.08	1.00				
Δ DIV_up	0.21	0.30	0.14	-0.18	1.00			
Δ DPA_up	0.12	0.17	0.18	-0.20	0.78	1.00		
RE	-0.39	-0.36	-0.02	0.50	-0.31	-0.14	1.00	
LnCB	0.35	0.29	0.06	-0.28	0.19	0.13	-0.44	1.00