

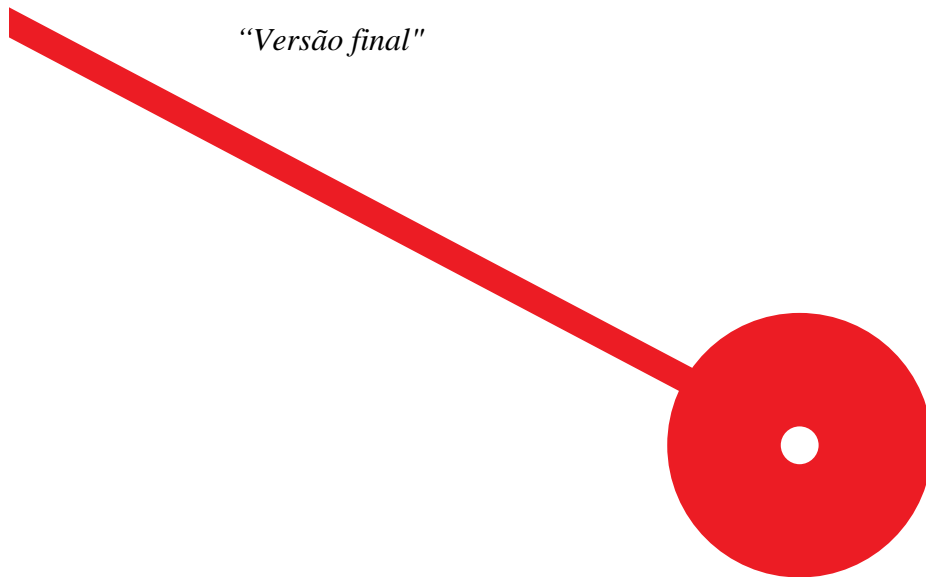


# Determinantes da Política de Dividendos do Setor Bancário Português

Cláudia Vanessa Pinto Andrade

07/2019

*“Versão final”*

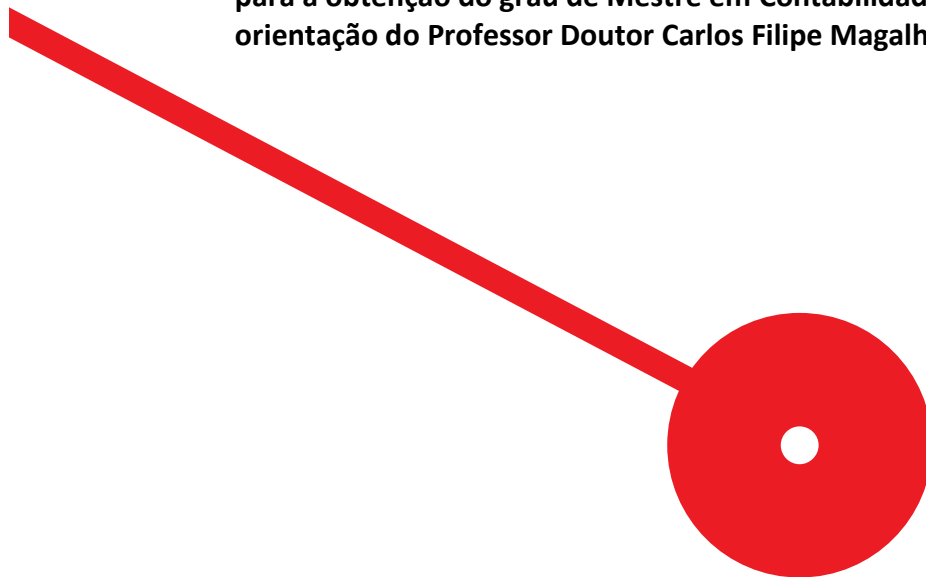




# Determinantes da Política de Dividendos do Setor Bancário Português

Cláudia Vanessa Pinto Andrade

**Dissertação de Mestrado**  
apresentado ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto  
para a obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças, sob  
orientação do Professor Doutor Carlos Filipe Magalhães Bastos Mota



## **Agradecimentos**

A concretização desta dissertação de mestrado contou com importantes figuras de suporte e incentivo às quais nunca conseguirei agradecer na medida certa.

Em primeiro lugar, estou extremamente grata ao meu orientador, Doutor Carlos Mota, pela orientação e total apoio, bem como pelos sábios conselhos fornecidos ao longo de todo o processo.

Seguidamente, demonstrar o meu profundo agradecimento aos professores Doutor Filipe Ambrósio e Doutor Rui Costa, pelos conhecimentos partilhados ao longo desta jornada.

Agradeço ainda a todos os meus amigos e em especial aqueles com os quais partilhei casa ao longo nos últimos dois anos pela paciência, motivação e compreensão nos momentos mais difíceis, bem como naqueles em que estive mais ausente.

Por fim, mas não menos importante, um enorme agradecimento à minha mãe e restante família, pelo apoio e compreensão incondicionais e pelos valores que me transmitiram e me tornaram na pessoa que sou hoje.

## **Resumo:**

Na literatura sobre a política de dividendos, não existe um modelo universalmente aceite para explicar o comportamento dos dividendos. O objetivo desta dissertação é identificar os fatores que a influenciam o pagamento de dividendos pelas instituições bancárias que operam em Portugal.

Para esse propósito, foi formulado um modelo de pagamento de dividendos e testado por meio de análise de regressão múltipla. O estudo utiliza os dados financeiros de 10 bancos no período entre 2005 e 2018. Os dados são ainda subdivididos em três subamostras, correspondentes aos períodos pré-crise (2005-2007), crise (2008-2012) e pós-crise (2013-2018). O modelo proposto é testado, para dados de painel, através do estimador *panel least squares* (PLS), com e sem efeitos fixos, por forma a avaliar o impacto de cada um dos determinantes específicos dos bancos sobre o indicador de dividendos pagos.

Conclui-se pela significância estatística global do modelo definido e de vários dos determinantes incluídos. Os resultados para a totalidade da amostra evidenciam que o pagamento de dividendos é impulsionado principalmente pela distribuição passada/histórica e pela influência positiva da *performance* em termos de rentabilidade ( $ROA_t$ ). Além disso, o tamanho do banco também se mostra significativo embora com sinal oposto ao esperado. O estudo evidencia ainda que os efeitos da maturidade e alavancagem têm menor importância estatística para explicar a política de pagamentos de dividendos. Os resultados são consistentes com a teoria de sinalização da política de dividendos e com o modelo de Lintner de estabilidade dos dividendos.

Outro resultado valioso está associado às alterações na política de distribuição de resultados antes, durante e no pós-crise financeira. O estudo suporta a hipótese de influência das crises na política de pagamento de dividendos. Os resultados fornecem evidências que os dividendos no período pós-crise foram condicionados pela política de retenção de resultados imposta pelas autoridades, e que os bancos de maior tamanho estão associados à retoma dos pagamentos. Já o indicador de alavancagem ( $ALAV_t$ ) apenas se apresenta estatisticamente significativo no período pré-crise, e com sinal positivo, contrariando a tese de que a pressão regulatória reduz os dividendos.

**Palavras chave:** dividendos, setor bancário português, crise, dados em painel.

## **Abstract:**

In the literature on the dividends' policy, there is no universally accepted model to explain the dividends' behaviour. The goal of this article is therefore to identify the factors that influence the payment of dividends by the banking institutions operating in Portugal.

For this purpose, it was created a model for the payment of dividends, which was then tested with multiple regression analysis. The study uses the financial data of ten banks in the period from 2005 to 2019. The data is then subdivided in three subsamples, corresponding to the pre-crisis (2005-2007), crisis (2008-2012) and post-crisis (2013-2018) periods. The proposed model is tested for panel data using the Panel Least Squares (PLS) model, with and without fixed effects, in order to evaluate the impact of each of the specific bank determinants on the payed dividends indicator.

It is then concluded that both the defined model and the included determinants are statistically significant. The results for the entire sample provide evidence that the payment of dividends is mainly explained by the historical payment rates as well as by the positive return performance ( $ROA_t$ ). Besides this, the size of the bank is also statistically significant. However, the correlation signal is the opposite of the one that could be expected. The study also provides evidence that the maturity and leveraging effects have less statistical significance in explaining the dividends' payment policy. These results are consistent with the signalling theory of the dividends' policy as well as with the Lintner's model on the stability of dividends.

Another insightful conclusion is associated with the changes in the policy of returns' distribution on the periods before, during and after the financial crisis. The study supports the hypothesis of the crisis influence on the policy of dividends' payment. In addition, the results provide evidence that the dividends on the post-crisis period were influenced by the policy of retaining returns imposed by the regulating authorities. The results further suggest that the largest banks are associated with the faster rate of payments normalization. On the other hand, the leveraging indicator ( $ALAV_t$ ) is only statistically significant in the pre-crisis period, with positive signal, which contraries the thesis that the regulatory pressure decreases the dividends' payment.

**Keywords:** dividends, portuguese banking sector, crisis, panel data.

## Índice geral

<b>Capítulo I - Introdução .....</b>	<b>1</b>
<b>Capítulo II – Revisão da Literatura.....</b>	<b>5</b>
2.1. Introdução .....	6
2.2. A Irrelevância da Política de Dividendos .....	6
2.3. Teoria do Dividendo Residual .....	9
2.4. Teoria da Agência.....	10
2.5. Assimetria de Informação e Teoria da Sinalização .....	12
2.6. Teoria Bird-In-The-Hand.....	14
2.7. Teoria do Efeito Clientela.....	15
2.8. Teoria dos Efeitos Fiscais .....	16
2.9. Distribuição de Dividendos e a Crise Financeira Internacional .....	18
2.10. Estudos Empíricos sobre a Política de Dividendos no Setor Bancário.....	19
<b>Capítulo III – Metodologia .....</b>	<b>22</b>
3.1. Especificação do Modelo.....	23
3.2. Hipóteses de Investigação.....	27
3.3. Recolha de Dados e Amostra.....	28
3.4. Estatística Descritiva.....	30
3.5. Correlação.....	34
<b>Capítulo IV – Apresentação e Discussão dos Resultados.....</b>	<b>35</b>
4.1. Análise de Regressão para o Período Completo (2005-2018).....	36
4.2. Interpretação dos Resultados da Regressão e Validação das Hipóteses .....	38
4.3. A Política de Dividendos Antes, Durante e Depois da Crise Financeira.....	41
<b>Capítulo V – Conclusão.....</b>	<b>44</b>
<b>Referências bibliográficas.....</b>	<b>48</b>
<b>Apêndices.....</b>	<b>57</b>
Apêndice I – Constituição da Amostra de Estudo .....	58

## **Índice de Tabelas**

Tabela 1: Descrição das variáveis do modelo. ....	27
Tabela 2: Peso da amostra nos ativos totais do mercado bancário português .....	29
Tabela 3: Estatística da amostra (2005-2018) .....	31
Tabela 4: Estatística da amostra dos subperíodos .....	33
Tabela 5: Correlação entre as variáveis independentes .....	34
Tabela 6: Coeficientes de regressão estimados (2005-2018) .....	37
Tabela 7: Coeficientes de regressão estimados por períodos .....	41

## **Lista de abreviaturas**

ALAV - Alavancagem

AMEX – *American Express*

APB – Associação Portuguesa de Bancos

BdP – Banco de Portugal

CF – Crise Financeira

FCF – *Free cash Flow*

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

DIM - Dimensão

$DIV_{t-1}$  – Dividendo Histórico/Passado

EUA – Estados Unidos da América

MAT – Maturidade

NYSE – Bolsa de Valores de Nova York

OLS – *Ordinary Least Squares*

P&D – Pesquisa e Desenvolvimento

PAEF – Programa de Ajustamento da Economia Portuguesa

PLS – *Panel Least Squares*

ROA – Rentabilidade do Ativo

## **CAPÍTULO I - INTRODUÇÃO**

---

O pagamento de dividendos é um dos assuntos que mais tem cativado a atenção de organizações, analistas financeiros, investidores, entre outros. Para o acionista, os dividendos constituem uma forma de retorno do investimento efetuado, uma vez que estes consistem numa parte dos resultados da empresa. No entanto, o retorno total para o acionista é constituído não só pelos dividendos, mas também pelos ganhos de capital.

As políticas de dividendos foram analisadas por diversos autores como Lintner (1956), Miller & Modigliani (1961), Gordon (1963), considerados pioneiros neste tema. Segundo Miller & Modigliani (1961), a política de dividendos das empresas é irrelevante no mercado de capitais perfeito e os investidores estão, na verdade, mais focados na política de investimento da empresa do que propriamente na sua política de dividendos. Porém, diversos autores discordaram desta teoria da irrelevância, nomeadamente Lintner (1956) e Gordon (1963), que defenderam que o mercado de capitais perfeito não existe e que são vários os fatores do mundo real que influenciam a política de pagamento de dividendos da empresa.

A evidente discrepância de opiniões face à política de dividendos deu origem à formulação de diferentes teorias ao longo dos anos. Numerosos estudos empíricos foram realizados para validar essas teorias de dividendos, no entanto os resultados obtidos são conflituantes, o que aumentou ainda mais a complexidade do tema. Nenhuma das hipóteses é geradora de consenso no que diz respeito aos fatores que determinam e influenciam o pagamento de dividendos. Se por um lado uns autores argumentam a favor da distribuição dos dividendos, outros só encontram desvantagens nesta política, sendo que a principal lacuna diz respeito ao facto de a distribuição de dividendos estar associada a uma tributação mais elevada do que aquela que incide sobre as mais-valias. Esta disparidade de opinião demonstra que este tema está longe de estar delimitado de forma objetiva, sendo que, na realidade, quanto mais se olha para o quadro dos dividendos, menos as suas peças parecem encaixar-se, como que se de um puzzle se tratasse, tal como é defendido por Black (1976) que se refere a este como o principal enigma do mundo das finanças.

Este estudo investiga a política de dividendos focado num mercado e setor específicos: o setor bancário português. Os resultados obtidos podem conter algo de singular dado que o mercado bancário possui características específicas associadas a influências económicas, políticas e regulatórias. O objetivo é, assim, analisar a política de pagamento de dividendos dos bancos e identificar os fatores que determinam a distribuição de resultados. Para atingir este objetivo, foi utilizada uma estratégia de investigação que

compreende basicamente a modelação econométrica. A principal contribuição deste estudo é constituir um dos primeiros trabalhos, senão o primeiro, tanto quanto se sabe, que se concentram nos determinantes da política de pagamento do setor bancário em Portugal. Constitui, assim, um novo contributo para compreender esta temática no contexto nacional, num espaço temporal mais recente e com características particulares.

A questão de investigação é: "Quais são os fatores que influenciam o pagamento de dividendos dos bancos portugueses?"

Para atender ao objetivo da investigação, e responder à questão principal, são levantadas várias questões secundárias e perseguidos vários objetivos complementares:

Os dividendos passados explicam a distribuição de dividendos atual?

Os bancos portugueses consideram o pagamento de dividendos das instituições concorrentes ao decidir a sua própria distribuição?

A rentabilidade e a dimensão afetam o pagamento de dividendos?

O nível de maturidade do banco afeta as decisões de pagamentos de dividendos?

Os bancos portugueses tendem a usar os fundos gerados internamente (isto é, lucros retidos) para os seus investimentos, e essa tendência afeta a política de pagamento de dividendos?

Como compreender e avaliar a intervenção do banco central na política de dividendos?

A crise financeira afetou a política de dividendos?

A metodologia de investigação escolhida procurou ir ao encontro dos objetivos definidos e à disponibilidade de informação. A opção por uma abordagem quantitativa está intimamente ligada ao paradigma positivista. Creswell (2003) define a abordagem quantitativa como aquela em que o investigador utiliza principalmente afirmações positivistas para desenvolver conhecimento, a principal força é a utilização de números mensuráveis e precisos. Portanto, os resultados podem ser diretamente testados quanto à sua validade e confiabilidade usando métodos estatísticos objetivos, que fortalecem a generalização dos resultados.

Assim, para responder à questão de investigação foi definido um modelo econométrico a partir do qual foram testadas as hipóteses por recurso à técnica de análise de regressão múltipla, com base nos dados financeiros de uma amostra de bancos que operaram no mercado português entre 2005 e 2018. O modelo descreve matematicamente a relação entre

os pagamentos de dividendos e os seus fatores determinantes e baseia-se na revisão de literatura sobre o tema.

A primeira contribuição deste estudo para o conhecimento é o seu foco no mercado português, que não tem sido muito abordado pela investigação empírica. A segunda contribuição é que enfoca no setor bancário, que dificilmente foi tratado em estudos anteriores. Uma explicação para os investigadores evitarem estudar as empresas regulamentadas, como é o caso dos bancos, é a de acreditarem que as políticas de dividendos são controladas pelos reguladores (Partington, 1985). Decorre disso a dificuldade em distinguir entre as decisões de dividendos tomadas pelos gestores e aquelas que são influenciadas pelos reguladores. Além disso, uma contribuição final é que a maioria dos dados utilizados nesta dissertação são considerados dados primários, obtidos diretamente dos relatórios anuais publicados e inseridos manualmente. A relevância prática do estudo decorre do facto das decisões de pagamento de dividendos estarem entre as decisões financeiras mais importantes que os gestores tomam. Ao contribuir para melhorar a compreensão da política de pagamento de dividendos dos bancos portugueses, o estudo empírico e as suas conclusões têm uma implicação importante para os investidores, depositantes, analistas, gestores e outras partes interessadas nos bancos e nas suas estratégias.

Neste Capítulo, exploramos a pertinência do tema e o enquadramento geral do objetivo do estudo. No Capítulo II é efetuada uma revisão de literatura de forma a enquadrar os temas base da investigação. Ao fazê-lo, o capítulo apresenta uma visão geral sobre as teorias de dividendos e os fatores que afetam as decisões de pagamento de dividendos. Além disso, o objetivo do capítulo inclui uma seleção dos estudos empíricos mais relevantes relativos à políticas de dividendos. O Capítulo III descreve a metodologia a utilizar na investigação. São definidos os objetivos do estudo, levantadas as hipóteses, descritos os procedimentos e o método estatístico utilizado para testar o modelo. É formulado o modelo econométrico para explicar o pagamento de dividendos baseado nas variáveis explicativas discutidas no enquadramento teórico. São levantadas as hipóteses de estudo e selecionada a amostra a utilizar. O capítulo termina com a apresentação da estatística descritiva dos dados. O capítulo IV apresenta os resultados obtidos, analisa-os e discute-os, à luz do referencial teórico e das hipóteses levantadas. A terminar, o Capítulo V compila as conclusões gerais, as implicações dos resultados e limitações.

## **CAPÍTULO II – REVISÃO DA LITERATURA**

---

## **2.1. Introdução**

Neste capítulo são discutidas as principais teorias e investigações empíricas sobre a política de dividendos. A estrutura teórica e a visão geral aqui apresentada sobre o tema, constituem a base que suporta o desenvolvimento das hipóteses, modelos e a análise dos resultados subjacentes ao estudo empírico a desenvolver com foco no setor bancário português.

Devido à complexidade do tema de pesquisa e à grande variedade de fatores que podem influenciar a política de dividendos, os esforços de pesquisa deram resultados conflitantes. A literatura sobre a política de dividendos divide-se basicamente em três perspetivas. A primeira argumenta que as decisões sobre dividendos são irrelevantes e, portanto, os gestores não devem preocupar-se com elas. É a ideia introduzida por Modigliani & Miller (1959). Os autores referem que, sob condições perfeitas de mercado, onde não há assimetria de informação, custos de transação, tributação ou outras imperfeições do mercado, as decisões de pagamento não têm efeito sobre o valor da empresa. Mas como os mercados na realidade não são perfeitos, uma segunda perspetiva acredita que as decisões sobre a política de dividendos sejam relevantes. Argumenta que os dividendos reduzem o valor dos acionistas devido a diferenças fiscais e custos de transação, com efeitos negativos no valor da empresa. Uma terceira perspetiva, refere que os dividendos aumentam o valor da empresa na medida que os investidores preferam receber dividendos. Os gestores tendem a seguir uma política de dividendos ótima, a fim de manter um valor justo para a empresa. Com base nessa tese, académicos e profissionais estudaram os determinantes da política de dividendos e o seu impacto sobre o valor da empresa em diferentes contextos.

## **2.2. A Irrelevância da Política de Dividendos**

A complexidade da política de dividendos e o seu respetivo pagamento tem sido revisitada nos anos mais recentes na área das finanças, permanecendo no topo das investigações. Kumaraswamy, Aktan, & Hamed Al Halwachi (2017) mencionam que o lucro e a maximização do valor para os acionistas são os objetivos económicos e financeiros básicos que as empresas e a política de dividendos procuram alcançar. Contudo, a teoria da irrelevância dos dividendos desenvolvida por Miller & Modigliani (1961), defende que o valor da empresa não está relacionado com a distribuição de dividendos. Na perspetiva dos autores, a política de pagamento de dividendos que as empresas decidirem seguir, não afetará

o preço das ações, nem o retorno total dos acionistas, de acordo com os pressupostos que os mesmos definem (mercados de capitais perfeitos, comportamento racional dos agentes económicos e perfeita certeza). Assim sendo, para Miller & Modigliani (1961), a irrelevância da política de dividendos resulta de um ambiente económico no qual os valores dos ativos financeiros apenas são determinados pelos ativos reais da empresa, pela capacidade de gerar lucros e pela sua política de investimentos.

Portanto, a lógica por detrás da hipótese de irrelevância dos dividendos é que o valor da empresa é determinado pelo valor atual dos fluxos de caixa futuros descontados à taxa de retorno exigida. Esses fluxos de caixa podem assumir a forma de dividendos, aumento de capital ou ambos. Se nenhum dividendo for pago, será retido sob a forma de aumento de capital disponível para o futuro. Sob condições perfeitas de mercado, se o investidor não receber dividendo num dado período, tem a opção de vender ações no mercado que igualam o valor do dividendo, sem custo adicional e sem afetar o preço das ações ou o valor da empresa. Com base nessa justificação, os gestores não podem melhorar o valor da empresa ao escolher uma determinada política de dividendos. Na realidade, quando existem imperfeições no mercado de capitais, os gestores decidem a sua política de dividendos para manter o valor de mercado da empresa (Black, 1976). Allen & Michaely (2002) sugerem cinco imperfeições nos mercados de capitais, a saber: impostos; assimetria de informação; contratos incompletos; restrições institucionais e custos de transação. Essas imperfeições formam a base de todas as teorias que explicam a importância da política de dividendos para a gestão.

A teoria da irrelevância dos dividendos veio refutar a ideia concebida por Gordon (1963) e Lintner (1956) que defendem a existência de uma relação entre a política de distribuição de dividendos e a criação de valor da empresa. De acordo com estes autores, o aumento de dividendos influenciava positivamente o valor da empresa e, para o corroborar, desenvolveram um conjunto de argumentos a favor da relevância da política de dividendos.

Lintner (1956), procurou compreender a forma como as empresas determinavam a sua política de dividendos e concluiu que os dividendos distribuídos por uma empresa relativamente a um determinado exercício económico, dependem de dois grandes fatores: o resultado líquido gerado pela empresa nesse exercício económico e os dividendos distribuídos no exercício económico anterior. Gordon (1963), testou os modelos criados por Miller & Modigliani (1961), a partir de dois pressupostos base: (a) os investidores têm

aversão ao risco; (b) dado o grau de risco de uma empresa, a incerteza dos investidores face ao dividendo que a mesma se propõe a pagar. O autor apresentou conclusões coincidentes com as obtidas por Lintner (1956) quanto aos efeitos da política de dividendos sobre o preço das ações e ao valor do capital.

Sob o ponto de vista de Lintner (1962), os acionistas preferem uma distribuição certa de dividendos em oposição à incerteza dos investimentos e ganhos de capital traduzidos na valorização do preço das ações.

Muitos estudos empíricos focaram-se na teoria da irrelevância dos dividendos. Uma das primeiras tentativas de testar a teoria foi realizada por Black & Scholes (1974). Os investigadores construíram carteiras de ações com alta e baixa rentabilidade de dividendos, com o objetivo de encontrar uma relação entre o pagamento de dividendos e os retornos das ações. Os resultados mostram que não há diferença entre as ações com rentabilidades de dividendos altas ou baixas em termos de impacto nos preços das ações. Decorre desse resultado que uma alteração na política de dividendos não tem impacto sobre o preço das ações, o que suporta a hipótese da irrelevância dos dividendos. Vários outros estudos encontraram evidências similares (por exemplo, Bernstein, 1996; Conroy, Eades, & Harris, 2000), mostrando que os resultados dos anúncios de dividendos, não são significativos para explicar os movimentos dos preços das ações. Outros estudos empíricos encontraram evidências opostas. Ball, Brown, Finn, & Officer (1979) usou uma versão da investigação conduzida por Black & Scholes (1974) para determinar se há ou não preferência por dividendos sobre os ganhos de capital. Os resultados mostram uma relação altamente significativa entre os pagamentos de dividendos e os retornos ajustados ao risco do ano seguinte. Também Baker, Farrelly, & Edelman (1985) investigaram as empresas cotadas na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE) e descobriram que a maioria dos respondentes acredita que a política de dividendos afeta o preço das ações. Mais recentemente, Dhanani (2005) abordou a relevância das teorias de dividendos para as empresas no Reino Unido através de um questionário. Os resultados suportam a hipótese de relevância dos dividendos. Finalmente, DeAngelo & DeAngelo (2006) mostram que, em contraste com a visão de Miller e Modigliani, a política de dividendos é pertinente para o valor da empresa.

Em geral, acredita-se que, sob condições de mercado imperfeitas, situação associada á maioria dos mercados financeiros, a hipótese de irrelevância de dividendos não se sustenta.

Neste contexto, teorias, divergentes da hipótese da irrelevância dos dividendos, adotaram abordagens alternativas ao estudo da política de dividendos, nomeadamente a teoria do dividendo residual, a teoria da agência, a teoria da assimetria de informação e teoria da sinalização, a teoria *bird-in-the-hand*, a teoria do efeito clientela e a teoria dos efeitos fiscais.

### **2.3. Teoria do Dividendo Residual**

A teoria dos dividendos residuais afirma que o *free cash flow* (FCF) deve ser distribuído aos acionistas; caso contrário, o dinheiro torna-se um fardo para a empresa na forma de custos de oportunidade e de agência. Entre os trabalhos seminais que discutiram o conceito de política de dividendos residuais tem-se Preinreich (1932) e Sage (1937). Entretanto muitas investigações empíricas foram feitas sobre o tema. Por exemplo, Partington (1985) apresentou evidências sobre a relação entre os dividendos, investimento e decisões de financiamento com base nas grandes empresas australianas. Concluiu que os dividendos não são residualmente determinados e que as empresas geralmente adotavam políticas independentes de dividendos e investimentos. Portanto, têm políticas separadas de investimento e financiamento. Elston (1996) analisou o efeito dos dividendos e da liquidez nas decisões de investimento para empresas nos EUA. Os resultados sugerem um papel fraco para a política de dividendos nas restrições de liquidez da empresa e decisões de investimento. Mikkelson & Partch (2003) analisaram se grandes reservas de caixa prejudicam o desempenho da empresa. O estudo mostra que grandes reservas de caixa são geralmente associadas a altos gastos com pesquisa e desenvolvimento (P&D) e maior crescimento de ativos. Brav, Campbell R., & Roni (2005) mostraram que os gestores sentem que os níveis de dividendos têm a mesma prioridade que as decisões de investimento e, portanto, os dividendos não são um resíduo das decisões de investimento. Os resultados suportam a hipótese de relevância dos dividendos. Foley, Hartzell, Titman, & Twite (2007) mostra que as empresas nos Estados Unidos da América (EUA) mantêm uma quantia significativa de meios líquidos no balanço, para evitar o custo fiscal associado ao repatriamento da receita estrangeira. Portanto, a hipótese do FCF não se aplica a grandes empresas multinacionais. Já o estudo de Baker & Smith (2006) apresenta evidências de existência de uma política de dividendos residual. As empresas tendem a negligenciar o custo de levantar fundos externos. Contudo, o comportamento parece sugerir uma política de dividendos que é antes uma versão “modificada” da política de dividendos residual.

## 2.4. Teoria da Agência

No contexto prático de qualquer empresa, existe uma certa propensão para se gerarem conflitos de interesse entre gestores e acionistas, bem como entre credores e acionistas, denominados custos de agência. A teoria da agência, descrita e discutida por diversos autores, procura explicar os conflitos de interesses referidos e propor uma forma de eliminá-los ou reduzi-los. Sob o ponto de vista de Jensen & Meckling (1976, p.308) uma relação de agência é definida como “(...) a contract under which one or more persons (*the principal(s)*) engage another person (*the agent*) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent.”. Segundo os autores é a partir desta relação que se identificam dois conflitos frequentes: conflitos entre dirigentes e proprietários e conflitos entre gestores e credores. Estes são originados, segundo a literatura de referência, pela discrepância de interesses entre as partes que coordenam e impulsionam a atividade da empresa, em que cada uma tenta maximizar a utilidade que pretende para si. Assim, como seria esperado, estes conflitos acarretam custos para a empresa, que os autores denominam de custos de agência. Estes são calculados pela soma dos encargos da monitorização da atuação do agente, os custos associados à manutenção da relação entre as partes e a existência de uma perda residual. Com forma de controlar este tipo de relação e os custos a ela associados, vários autores propõe o pagamento de dividendos. Afirmam que os dividendos atuam como uma proteção para os investidores, porque os dividendos reduzem o excesso de caixa disponível para os gestores após as atividades operacionais e de investimento. Com um excesso de caixa, os gestores podem, de boa ou má-fé, investir em oportunidades de investimento abaixo do desejável, o que pode ter características de risco/retorno indesejáveis para os investidores. Assim, o conflito de agência tornará a empresa menos atraente para os investidores, o que conseqüentemente aumentará o custo de capital. Como resultado, o valor da empresa cairá.

Rozeff (1982) estudou o impacto da distribuição de dividendos nos custos de agência no mercado norte-americano. Segundo o autor, o aumento do rácio de distribuição de dividendos contribui para a redução dos custos de agência, no entanto irá aumentar a necessidade de financiamento externo. Contudo, salientou que as empresas com maior alavancagem financeira tendem a pagar dividendos mais baixos para reduzir os custos de transação associados ao financiamento externo. Os resultados do estudo mostram que os dividendos estão significativamente relacionados com os custos de agência. Assim, ignorando as considerações de ordem fiscal, o autor refere que o montante ótimo dos

dividendos a distribuir é aquele que minimiza todos os custos de agência e transação associados à sua distribuição.

Mais tarde, um estudo desenvolvido por Easterbrook (1984), sugere que os pagamentos de dividendos podem servir para reduzir os custos de agência. Este, constatou que os acionistas das empresas de capital disperso, quando considerados individualmente, possuem pouco incentivo para controlar a atividade dos administradores, visto que teriam de suportar os respectivos custos de monitorização e repartiriam os benefícios com os restantes acionistas. Easterbrook (1984) considera ainda que o pagamento de dividendos pode levar os gestores a usar o financiamento externo, o que faz com que as entidades de monitorização profissionais (mercado) acompanhem continuamente a empresa e eventualmente minimizem os custos da agência. Assim, para este autor, a função principal do dividendo é de conduzir à abertura da empresa ao mercado, sendo um acaso verificar alguma correlação entre o dividendo distribuído e os resultados obtidos de curto prazo:

De acordo com a teoria da agência e segundo Jensen (1986), os acionistas atuam por aversão ao risco, por isso, geralmente, preferem receber os seus dividendos. Por outro lado, gestores e credores, preferem reter os resultados, com vista a não incorrerem em custos de oportunidade tendo como objetivo principal o aumento do seu autofinanciamento. Jensen (1986), refere a utilização de dividendos como meio para a resolução de problemas entre acionistas e gestores e defende que a distribuição de dividendos será a solução para a diminuição dos principais problemas de agência. Além disso, Jensen (1986) refere que, se os gestores detiverem excesso de caixa após cumprirem todos os compromissos exigidos para operar a empresa e futuros investimentos, tenderiam a consumir o excesso de caixa de maneira prejudicial, como gastá-lo em despesas injustificadas (por exemplo, escritórios luxuosos).

Os resultados dos estudos realizados para compreender a relação entre a teoria da agência e a distribuição de dividendos apresentam-se em geral concordantes, no sentido em que corroboram a existência da mesma. Por exemplo, Crutchley & Hansen (1989) ou Jensen, Solberg, & Zorn (1992) encontraram apoio empírico para a teoria da agência. Além disso, Jensen *et al.* (1992) mostrou empiricamente que as políticas de dividendos têm uma relação indireta com as características operacionais da empresa. Blanchard, Lopez-de-Silanes, & Shleifer (1994) encontraram evidências que apoiam o modelo de agência de comportamento dos gestores em relação ao uso do excesso de caixa para benefício próprio em vez do

interesse dos acionistas. Mais recentemente, Harford, Mansi, & Maxwell (2008) afirmam que empresas com governança corporativa mais fraca possuem menores reservas de caixa. Os autores argumentam que as empresas com excesso de caixa e governança corporativa mais fraca tendem a gastar dinheiro em aquisições ou gastos de capital. Ainda assim, o estudo de Borokhovich, Brunarski, Harman, & Kehr (2005) constitui um indício para uma possível invalidação das teorias anteriormente apresentadas a par dos trabalhos de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny (2000) e Patra, Poshakwale, & Ow-Yong (2012), uma vez que nos mesmos não foram encontradas evidências de que o aumento de dividendos reduz os custos de agência.

## 2.5. Assimetria de Informação e Teoria da Sinalização

Há assimetria de informação quando os gestores possuem informações diferentes e mais claras do que os investidores externos, no que respeita às expectativas da empresa. Os gestores combinam essa função com a detenção de capital da empresa, o que os coloca numa posição mais benéfica face aos restantes acionistas, sendo por isso denominados de *insiders*<sup>1</sup>, de acordo com a literatura. Estes têm informações relevantes para os *outsiders*<sup>2</sup> que poderão determinar as decisões futuras que os mesmos poderão tomar face aos investimentos futuros na empresa e à composição da sua carteira de investimentos. Estas decisões influenciam a capacidade da empresa em gerar *cash-flows* futuros, pelo que, em determinadas fases é benéfico para o *insider* passar essa informação. Assim, os dividendos são uma forma viável e eficaz de elucidar os acionistas quanto ao estado da empresa e às necessidades que esta poderá ter no futuro. Miller & Modigliani (1961), constata assim que os dividendos atuam como sinais da capacidade futura financeira da empresa. Posteriormente, surgiu, com o contributo de diferentes autores como Ross (1977), Bhattacharya (1979), Miller & Rock (1985) e John & Williams (1985), a teoria da sinalização. Esta baseia-se na assimetria de informação e procurou explicar de que forma os dividendos podem ter a capacidade de transmitir informação não conhecida ao mercado de acionistas. A teoria da Sinalização da Informação no contexto da política de dividendos foi introduzida pela primeira vez por Ross (1977), que criou um modelo teórico para a sinalização de dividendos. O seu contributo

---

<sup>1</sup> Termo anglo-saxónico que caracteriza os gestores com participações significativas, que têm acesso a informação sobre a empresa, não disponível ao mercado.

<sup>2</sup> Termo anglo-saxónico que caracteriza os investidores e acionistas de uma empresa que, ao contrário dos gestores (*insiders*) não têm acesso a informação privilegiada.

assentou nas falhas de mercado que surgem sempre que os seus participantes não estão igualmente informados. Aqueles que possuem mais informação comportam-se oportunisticamente e não revelam as verdadeiras características da empresa nem a totalidade de informação de que dispõem. No sentido de eliminar esta assimetria e as falhas que dela decorrem (custos de seleção adversa), os agentes com expectativas racionais antecipam este enviesamento de informação e determinam que a parte mais informada deve sinalizar devidamente as verdadeiras características da empresa, inclusive quanto às perspectivas futuras, nomeadamente no que respeita aos *cash-flows* esperados.

Bhattacharya (1979) foi mais um dos autores a fundamentar a teoria da sinalização a partir da assimetria de informação e do conteúdo informativo dos dividendos. Segundo este, os gestores possuem um conhecimento concreto acerca da qualidade do projeto, quando é apresentado o crescimento dos dividendos, bem como têm a possibilidade de avaliar a rendibilidade esperada. O mesmo não acontece com os investidores externos que possuem uma informação imperfeita. O autor refere ainda que os dividendos deverão ser sujeitos a uma tributação maior face aos ganhos de capital. O modelo proposto permite formular uma política de dividendos ótima que em simultâneo minimiza o custo associado e permite ainda assim fornecer o nível de sinalização considerada relevante. Assim, a distribuição de dividendos constitui a melhor forma de sinalizar a capacidade de a empresa gerar fluxos financeiros futuros.

Mais tarde, o modelo de Miller & Rock (1985), identificou os anúncios inesperados das variações dos dividendos como os principais meios de transmissão de informação entre as partes. Estes anúncios permitem perceber as variações dos resultados e do financiamento externo, bem como a capacidade das empresas para gerar *cash flows* futuros e são, por isso, muito importantes para a diminuição de assimetria de informação. Um anúncio inesperado de aumento de dividendos, por exemplo, transmite um sinal positivo para o exterior e é representativo da capacidade futura da empresa. Assim, é imperativo que estes sinalizadores sejam credíveis e confiáveis.

John & Williams (1985), fundamentam que a penalização fiscal inerente à distribuição de dividendos é o principal custo associado à sinalização. Os autores referem que as empresas com perspectivas futuras mais favoráveis distribuem dividendos superiores comparativamente às empresas com perspectivas menos favoráveis. Além disso, consideram que a distribuição de dividendos aumenta de forma diretamente proporcional aos resultados

futuros esperados e diminui de forma proporcional à taxa de imposto que os tributa e à capacidade de autofinanciamento disponível no momento.

Uma das investigações empíricas de referência sobre esta perspectiva foi desenvolvida por Baker *et al.* (1985) com base nas empresas cotadas na NYSE para identificar os determinantes da política de dividendos, analisar a percepção dos gestores em relação aos efeitos de sinalização e clientela, e determinar se os gestores em diferentes setores compartilham a mesma perspectiva em relação à política de dividendos. Os resultados mostram que os gestores acreditam que a política de dividendos afeta o preço das ações, portanto, é considerada uma decisão de gestão relevante. Os resultados também suportam os efeitos de sinalização e clientela.

Alguma evidência empírica veio contrariar a hipótese de sinalização da informação. Viswanath, Kim, & Pandit (2002) analisaram a hipótese de sinalização dos dividendos, concentrando-se no papel da liquidez. Utilizaram dados das empresas cotadas na NYSE e AMEX no período 1986-1995. O estudo permitiu dois tipos de modelos de sinalização: um onde os dividendos são utilizados para sinalizar o valor da empresa e outra para sinalizar compromissos para futuros dividendos. Os resultados são parcialmente consistentes e, portanto, o papel de sinalização é minimizado ao explicar a reação do mercado às surpresas de dividendos. Mais recentemente, Khang & King (2006) analisaram a relação entre os dividendos e a assimetria de informação. Os resultados não suportam a hipótese de sinalização da informação. Também Gunasekarage & Power (2006) analisaram o desempenho para empresas do Reino Unido. Os resultados mostram que no momento do anúncio, os retornos no preço das ações tendem a ser positivamente (negativamente) relacionados com o aumento (redução) nos dividendos e lucros; entretanto, tal previsão não sinalizou o desempenho de longo prazo da empresa.

## **2.6. Teoria Bird-In-The-Hand**

A teoria conhecida por *bird-in-the-hand* baseia-se no ditado popular de que “mais vale um pássaro na mão do que dois a voar”. Esta defende que os acionistas tendem a preferir dividendos em detrimento dos ganhos de capital, visto que os primeiros são recebidos de imediato, sendo sinónimo de “dinheiro na mão”, enquanto os segundos serão somente recebidos no futuro, constituindo apenas potenciais fontes de lucro. Além disto, os ganhos de capital são incertos, uma vez que as suas mais valias dependem efetivamente da cotação

da ação aquando da venda. Posto isto, considera-se que os dividendos são um fluxo atual e concreto (“um pássaro na mão”), enquanto os ganhos de capital constituem um fluxo futuro e incerto (“dois a voar”). A discrepância entre a certeza associada aos dividendos *versus* a incerteza associada aos ganhos de capital, constitui a base da denominada falácia do “pássaro-na-mão”.

Gordon & Shapiro foram os primeiros autores a explorar esta teoria em 1956. Nos seus estudos constataram que os dividendos podem realmente aumentar o valor da empresa, bem como constituir uma solução para o risco percecionado pelos investidores face aos fluxos de caixa futuros da empresa. Mais tarde Lintner (1956) e Gordon (1959), consideraram que esta valorização dos dividendos pode ser justificada pela rendibilidade certa recebida de imediato que os mesmos possibilitam. Assim, os autores defendem que a diminuição da incerteza é um fator preferencial para o acionista, que deste modo responderá de forma positiva a aumentos na distribuição de dividendos.

Em oposição, Miller & Modigliani (1961), consideraram esta hipótese falaciosa, uma vez que a escolha do acionista entre ser remunerado via dividendos ou via ganhos de capital é indiferente, dada a perspetiva de perfeição de mercado que os mesmos defendem, tal como supramencionado. Por outro lado, para Elton & Gruber (1970) a taxa de imposto sobre o rendimento deve ser considerada na decisão tomada, pelo que, se esta for superior aos ganhos de capital, o pagamento de dividendos é uma opção pouco racional e viável. Isto porque, se uma empresa procede ao pagamento de dividendos e *a posteriori* utiliza o financiamento de capital para suportar os investimentos, os custos de emissão verificados traduzem-se numa redução da riqueza do acionista que seria facilmente evitada. Em 2010, Archbold & Vieira corroboraram esta perspetiva ao sugerirem que, face às imperfeições do mercado, dada a existência de impostos e de custos de transação, o pagamento de dividendos poderia afetar a riqueza dos acionistas.

## **2.7. Teoria do Efeito Clientela**

A teoria do efeito clientela contraria a proposta de um mercado de capitais perfeitos de Miller & Modigliani (1961), na qual os dividendos são percecionados como irrelevantes, não tendo qualquer impacto na valorização da empresa, pelo que não surge a necessidade de atrair determinados investidores (clientela). Segundo a conceção desta teoria, os mercados de capitais têm imperfeições tais como, impostos, custos de transação, taxas de juros diferentes,

informações assimétricas, entre outros. Independentemente de um investidor investir diretamente no mercado de capitais ou indiretamente através de fundos de investimento está interessado em saber se os seus objetivos de investimento são satisfeitos. Com base nesse argumento, os investidores percebem e categorizam as ações de acordo com as suas características financeiras e operacionais. Essa percepção cria uma base de clientela para cada categoria de ações.

De acordo com Elton & Gruber (1970), o efeito clientela incide sobre a relação entre a tributação dos dividendos e os ganhos de capital. À luz dos estudos realizados, os investidores formam um efeito “clientela” e agem de acordo com o que é mais conveniente para cada situação fiscal. Isto é, quando a tributação do imposto sobre os dividendos é demasiado elevada, os investidores tendem a manter as carteiras das ações, ao invés de procederem ao pagamento dos dividendos e vice-versa. Baker *et al.* (1985) concordam com o argumento da clientela de que as diferentes preferências dos investidores formam um efeito de clientela. Destacam duas razões por trás do efeito. A primeira razão é a variação na percepção em relação ao risco associado à retenção de lucros. A segunda razão é o efeito fiscal. Os autores encontraram evidências de sinalização e efeito de clientela após investigar as empresas cotadas na NYSE. Allen, Bernardo, & Welch (2000) debruçaram-se sobre os investidores institucionais como um tipo específico de clientela. Segundo estes, existe uma assimetria no que respeita aos fatores que atraem os investidores. Enquanto alguns demonstram interesse por distribuições elevadas de dividendos, outros, preferem investir em empresas que não realizam distribuição de dividendos, tendo sempre por base os impostos que terão de pagar. Brav *et al.* (2005) evidenciam que, apesar da desvantagem fiscal dos dividendos, os investidores de retalho preferem os dividendos em dinheiro. Entrevistaram gestores financeiros que argumentaram que os dividendos são um fator essencial para atrair investidores de retalho. Também mencionam que a preferência por dividendos cresce com a idade.

## **2.8. Teoria dos Efeitos Fiscais**

A discriminação fiscal entre dividendos e ganhos de capital é uma das imperfeições de mercado que espoleta mais interesse por parte dos autores de referência na área. Este tratamento fiscal diferenciado conduz a um plano de ação dos investidores focado na forma

de distribuição que lhes permita alcançar o retorno mais favorável e proveitoso após a tributação de impostos.

Miller & Modigliani (1961) acreditavam que a distribuição de dividendos não afetaria o valor da empresa e a riqueza dos seus acionistas, tendo em conta os pressupostos dos mercados de capitais perfeitos que implicavam a inexistência de taxas de transação, taxas de imposto e assimetria de informação. Contudo no mundo real, os mercados são imperfeitos e facilmente as imperfeições alteram as concepções, quer dos gestores quer dos acionistas.

Para maximizar a riqueza dos acionistas, a hipótese do efeito fiscal sugere que os gestores devem levar em conta o custo associado à tributação ao decidir sobre o pagamento de dividendos. A premissa baseia-se no facto de que, na maioria dos países, o imposto sobre os dividendos é mais alto do que sobre os ganhos de capital. Além disso, os impostos sobre dividendos são pagos após o recebimento do dividendo, enquanto os impostos sobre ganhos de capital podem ser diferidos até que o investidor deseje vender as ações. Com base nisso, os investidores devem, em teoria, preferir ganhos de capital a receber dividendos em dinheiro. Como resultado, a teoria recomenda que as empresas paguem dividendos menores para melhorar o seu valor de mercado.

Um dos primeiros proponentes desta hipótese é Brennan (1970). Analisou as imperfeições do modelo de Miller & Modigliani, e concluiu que, sempre que se verifique uma discrepância entre a taxa de dividendos e as mais-valias, é preferível não proceder ao pagamento dos dividendos. Isto porque, segundo os estudos realizados, os acionistas exigem um retorno total superior no caso da remuneração sobre os dividendos, face ao que exigiriam na remuneração via ganhos de capital. Tendo em conta as diferentes taxas de tributação entre os dividendos e ganhos de capital, o autor conclui que a melhor forma de evitar a diminuição das cotações das ações da empresa, passa por não efetuar a distribuição dos dividendos, visto que os acionistas têm preferência por mais-valias e não por dividendos.

Ainda assim, vários estudos realizados na área (Black & Scholes, 1974; Miller & Scholes, 1982; Auerbach & Hassett, 2006) defendem que, independentemente dos impostos, os investidores continuam a preferir receber dividendos.

Em 2008, Brav, Graham, Harvey, & Michaely analisaram o efeito da diminuição do imposto fiscal sobre os dividendos ocorrida nos Estados Unidos da América em 2003. Assim, fizeram surgir uma nova concepção ao concluírem que a questão do imposto é menos relevante para o processo de decisão da distribuição de dividendos do que outros fatores como, a

estabilidade dos mesmos e as previsões dos fluxos de caixa futuros. Um estudo mais recente Boulton, Braga-Alves, & Shastri (2012), mostra que o fator fiscal pode explicar as decisões de pagamento de dividendos, embora não seja a única explicação plausível, uma vez que, muitas empresas continuam a pagar dividendos apesar das vantagens fiscais dos juros sobre o capital próprio.

## **2.9. Distribuição de Dividendos e a Crise Financeira Internacional**

A União Europeia sofreu, como é conhecido, dois períodos de crise financeira, no entanto não existe ainda, à luz da literatura, uma conclusão relativa ao impacto que a mesma teve na distribuição de dividendos nos bancos da zona Euro. Assim, torna-se pertinente perceber os efeitos que os mesmos tiveram na distribuição de dividendos dos últimos anos.

Uma crise, consiste numa desordem temporária dos mecanismos de laboração e regulação de um sistema, com origem em causas internas ou externas e podendo ser definida como financeira ou económica. Nos Estados Unidos da América (EUA), em agosto de 2007, este estado de desordem observou-se, tendo-se propagado pelo sistema financeiro, provocando uma grave crise financeira. Esta bolha especulativa deu origem a inúmeros problemas nos setores financeiros de vários países e levou também à falência de grandes instituições. Em 2009 a crise deixou de ser apenas uma crise do setor financeiro e passou a ser uma crise económica, que afetou os países da zona Euro, particularmente os países com economias mais frágeis, entre os quais Portugal. A partir daqui os desequilíbrios financeiros foram aumentando e pioraram a situação da economia portuguesa levando a que, em maio de 2011 fosse pedida ajuda externa, através do Programa de Ajustamento da Economia Portuguesa (PAEF).

Vários estudos empíricos centraram-se na análise dos efeitos da crise financeira na distribuição de dividendos, contudo, não existe ainda um verdadeiro consenso quanto aos resultados obtidos. Alguns autores consideram que o impacto da crise, no pagamento de dividendos, é nula, enquanto outros contrapõem esta conceção, apresentando evidências desse impacto. Bozos, Nikolopoulos, & Ramgandhi (2011) debruçaram-se sobre a distribuição de dividendos e a sua sinalização, no Reino Unido entre 2006 e 2010, durante um momento de adversidade económica. Neste estudo, os autores concluíram que a sinalização dos dividendos é mais marcante em momentos de adversidade/negativos, e destacando-se menos em períodos mais positivos. Adicionalmente, o estudo permitiu aferir

que as alterações implementadas na política de dividendos têm um impacto menor em períodos de estabilidade e crescimento económico. Fuller & Goldstein (2011), corroboraram estas conclusões ao realizarem um estudo semelhante com empresas americanas, o que permitiu perceber que os investidores atribuem uma maior valorização à distribuição de dividendos em períodos de instabilidade económica. Em 2013, Hauser apresentou um conjunto de evidências empíricas que demonstram que a probabilidade de uma empresa realizar a distribuição de pagamentos entre 2008 e 2009 diminuiu. Os resultados permitiram ainda verificar que a política de dividendos foi alterada no período de crise. Em oposição, o estudo de Basse, Reddemann, Riegler, & von der Schulenburg (2014) sobre o setor bancário europeu, concluiu que os cortes e omissões na distribuição de dividendos poderão constituir boas formas de reter os lucros e conseqüentemente melhorar a solidez financeira dos bancos. Além disso, embora vários estudos anteriores apresentassem evidências de que uma alteração na política de dividendos poderia constituir uma sinalização de problemas futuros na perspectiva dos investidores, os autores defenderam que não existiam provas empíricas suficientes e significativas para que isto seja considerado verdade. Basse *et al.* (2014) considerou que os bancos não devem rejeitar alterações na distribuição de dividendos. Ainda assim, os resultados verificados no estudo mencionado não implicam que a sinalização/omissão de dividendos seja obrigatoriamente relevante em termos económicos.

## **2.10. Estudos Empíricos sobre a Política de Dividendos no Setor Bancário**

Embora, os estudos empíricos realizados no setor empresarial tenham contribuído para aumentar o conhecimento relativo ao comportamento dos gestores face à distribuição de dividendos, foi perceptível que os resultados dos mesmos diferem da realidade do setor bancário. Assim, os bancos devem ser tratados de forma diferente das outras empresas no que se refere em geral a políticas de pagamento de dividendos. No entanto, é notória a escassez de estudos realizados neste contexto, o que pode dever-se, segundo Patra (2019), ao facto de nos bancos a estrutura de conflitos da agência ser bastante mais complexa, dado que há muitas partes envolvidas (acionistas, investidores, credores, sociedade em geral...), mas também à necessidade de equilibrar a manutenção da base de capital dos bancos com o pagamento de dividendos. Em 2002, Dickens, Casey, & Newman criaram uma versão modificada do modelo desenvolvido em 1995 por Barclay, Smith, & Watts, para identificar os fatores que determinam a política de dividendos definida por cada Banco. A partir deste

modelo, os autores verificaram que a decisão tomada avalia as oportunidades de investimento, a adequação de capital, a dimensão da instituição, a sinalização, as características internas, os dividendos anteriores e o risco. O estudo abarcou dados financeiros de 677 bancos norte americanos, tendo-se verificado uma relação negativa entre os dividendos e as oportunidades de investimento, sinalização, características internas e risco. Por outro lado, foi encontrada uma relação positiva entre os dividendos, a dimensão do banco e os dividendos anteriores. Mais tarde, Lee (2009) investigou os determinantes da política de dividendos no setor bancário coreano, utilizando dados de painel de bancos entre 1994–2005. O estudo mostrou que o índice de pagamento de dividendos está positivamente relacionado com a rentabilidade e com a dimensão do banco e a política de dividendos está intrinsecamente associada ao risco bancário. Em 2011, Marfo-Yiadom & Agyei, realizaram um estudo semelhante no Gana, no qual integraram dados referentes a um período de cinco anos (1999-2003). Concluíram que os principais determinantes da política de dividendos dos bancos são a rentabilidade, alavancagem, dividendos históricos e a maturidade. Os resultados mostraram que os primeiros três aspetos tiveram um impacto significativo positivo nas políticas de dividendos. Por outro lado, identificaram a maturidade como um aspeto que influencia negativamente essas políticas. O estudo de Al-Hunnayan (2011) recolheu os dados financeiros de bancos islâmicos entre 1993 e 2008 e aferiu que a distribuição de dividendos é fundamentalmente influenciada pela rentabilidade, pelos dividendos históricos e pelo nível de maturidade. Os resultados suportam o modelo de Lintner, a hipótese de sinalização de informação e os efeitos de crescimento e maturidade. Abreu & Gulamhussen (2013) estudaram os pagamentos de dividendos de *holdings* bancárias dos EUA antes e durante a crise financeira de 2007–09. Os autores perceberam que os fatores dimensão, rentabilidade e oportunidades de crescimento, já descritos por autores anteriores como Fama & French (2001), explicavam a política de dividendos definida antes e durante a crise. O estudo permitiu ainda testar a relação entre os fatores descritos e as teorias de sinalização e agência. As principais conclusões retiradas indicam que o pagamento de dividendos depende do contexto macroeconómico (antes e durante a crise financeira). De acordo com o estudo, os bancos maiores, com mais rentabilidade e de baixo crescimento, tendem a pagar mais dividendos, em ambos os períodos analisados. Foi ainda corroborada a teoria de agência de que o pagamento de dividendos compensa a necessidade de monitorização. Assim, esta teoria poderá explicar a política de dividendos antes e durante a crise financeira.

Quanto há teoria de sinalização, o estudo realizado propôs que esta poderá explicar o pagamento de dividendos durante o período de crise, considerando que estes constituem um sinal de futuras oportunidades de crescimento, embora apenas durante a crise. Em suma, Abreu & Gulamhussen (2013) concluíram que instituições bancárias de maior dimensão e maior rentabilidade pagam mais dividendos, enquanto bancos com mais oportunidades de crescimento pagam dividendos menores. Em 2015, Ashraf, Arshad, Rahman, Kamal, & Khan realizaram um estudo semelhante no panorama italiano e obtiveram resultados que confirmam as conclusões acima referidas. Maldajian & Khoury (2014), debruçaram-se sobre a distribuição de dividendos nos bancos do Líbano, tendo considerado como variáveis a rentabilidade, a alavancagem, a dimensão e os dividendos históricos dos bancos cotados entre 2005 e 2011. Os resultados permitiram identificar a dimensão e os dividendos históricos como os principais fatores que influenciam de forma positiva a distribuição de dividendos. Os autores consideraram ainda que as instituições podem pagar dividendos com a intenção de reduzir os conflitos de agência. Mais recentemente, o estudo de Al-Kayed (2017) procurou identificar os fatores que influenciam o pagamento de dividendos nos bancos da Arábia Saudita. O estudo integrou ainda uma análise comparativa entre os fatores que afetam a política de dividendos dos bancos islâmicos e os que afetam os dividendos dos bancos convencionais. A investigação permitiu concluir que a rentabilidade, os dividendos históricos e a alavancagem são todos fatores determinantes para a política de dividendos, em ambas as amostras utilizadas.

## **CAPÍTULO III – METODOLOGIA**

---

Este capítulo menciona a metodologia de investigação utilizada, incluindo o modelo proposto, a definição das variáveis, as hipóteses levantadas e a definição da amostra, bem como os procedimentos de recolha de dados.

### 3.1. Especificação do Modelo

Como referimos anteriormente, este estudo pretende analisar a(s) política(s) de distribuição de dividendos dos bancos que operam no mercado português. Posto isto, o modelo formulado deriva da relação existente entre os pagamentos de dividendos e os seus fatores determinantes. Assim, a questão de investigação geral é:

"Quais os determinantes da distribuição de dividendos dos bancos que operam no mercado financeiro português?"

O estudo pretende ainda avaliar o impacto que a(s) crise(s) financeira(s), observadas no intervalo temporal da amostra, tiveram sobre a distribuição de dividendos realizada pelo sector bancário. Por isso, contempla como objetivo específico, analisar em que medida a crise alterou as políticas de distribuição de dividendos, definindo para o efeito as fases de pré crise (2005-2007), crise (2008-2012), pós crise (2013-2018).

Tendo em conta a revisão de literatura efetuada e os estudos realizados no sentido de perceber os fatores que influenciam significativamente a distribuição de dividendos, foi definido um modelo geral, expresso pela equação abaixo, que serve de base à análise a realizar:

$$Div_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 DIV_{i,t-1} + \beta_3 ALAV_{i,t} + \beta_4 MAT_{i,t} + \beta_5 DIM_{i,t} + \beta_6 CF_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Onde:

$Div_{i,t}$  é a variável dependente;

$ROA$ ,  $DIV$ ,  $ALAV$ ,  $MAT$  e  $DIM$  são as variáveis explicativas ou independentes;

$CF$  representa a variável *dummy*;

$\beta_0$  é a constante do modelo;

$\beta_1, \dots, \beta_5$  são os coeficientes associados a cada variável dependente;

$\beta_6$  é o coeficiente da variável *dummy*;

$i$  indica os diferentes bancos incluídos no estudo;

$t$  indica o período de tempo em análise;

$\varepsilon_{i,t}$  representa o erro.

A variável dependente  $Div_{i,t}$  é medida por um rácio calculado pelo quociente entre os dividendos pagos pela entidade  $i$  e o respetivo capital próprio no momento  $t$ .

De entre as **variáveis explicativas** tem-se,

### **Rentabilidade do Ativo**

A rentabilidade, para Lintner (1956) ou Kaźmierska-Jóźwiak (2015), é considerada como um dos determinantes mais importantes da política de dividendos. Neste estudo é utilizada a rentabilidade do ativo (ROA) como um *proxy* para a rentabilidade. O ROA é um indicador que procura avaliar a capacidade e a eficiência da gestão dos ativos detidos por uma entidade, no que respeita ao seu reflexo nos resultados. Assim sendo, quanto maior for o ROA, melhor será o desempenho da empresa. Seguindo Jensen *et al.* (1992) ou Fama e French (2001), é definida como a razão entre o resultado líquido e o total de ativos medidos anualmente.

É esperado que após a análise realizada se obtenha uma relação positiva entre a rentabilidade e o rácio de pagamento de dividendos (Dickens *et al.*, 2002 e Al-Hunnayan, 2011).

### **Dividendos históricos**

Os resultados dos estudos de Lintner (1956), Dickens *et al.* (2002) e Brav *et al.* (2005), mostraram que os dividendos dos anos anteriores são essenciais na determinação dos dividendos atuais. Os autores referem ainda que os investidores preferem empresas com dividendos estáveis e avaliam a qualidade dos mesmos através da comparação com os do ano anterior. Neste estudo, a distribuição de dividendos do último ano, é utilizada como variável *proxy* para os dividendos históricos ( $DIV_{i,t-1}$ ). Assim sendo, é esperada uma relação positiva entre os dividendos do ano anterior e os dividendos atuais.

## **Alavancagem**

A alavancagem de uma empresa é analisada na literatura como um fator importante para as decisões de política de dividendos. Os gestores referem, geralmente, que o nível de alavancagem, a capacidade de financiamento e o custo do financiamento do banco, têm um impacto direto sobre a distribuição de dividendos. Além disto, argumentam que, com um maior nível de alavancagem ficam comprometidos com os pagamentos fixos para fazer face ao serviço de dívida. Renegar esse compromisso poderá expor a empresa à falência. Porém, em alguns casos, a dívida está associada a cláusulas que restringem legalmente a distribuição de dividendos. Portanto, tal como Crutchley e Hansen (1989) concluíram, a alavancagem das empresas tem uma relação negativa com os dividendos.

É também esperado, que os bancos com maior índice de alavancagem (ou menor rácio de adequação de capital) estejam sob maiores pressões regulatórias. Isto traduz-se assim numa restrição ao pagamento de dividendos mais elevados ou à aceitação de mais depósitos (Dickens *et al.*, 2002). Portanto, quanto maior o índice de alavancagem, menores os dividendos distribuídos, o que revela a relação negativa entre as duas variáveis anteriormente mencionada.

No modelo, é utilizado o rácio entre o total do passivo e os fundos próprios do banco.

## **Maturidade**

Grullon & Michaely (2002) argumentam que as empresas mais maduras têm níveis mais elevados de *free cash flow* que podem ser distribuídos como dividendos. Essa perspetiva é suportada por outros estudos como Julio & Ikenberry (2004) e Brav *et al.* (2005). Também os gestores que participaram em estudos realizados sobre o tema, referem que os bancos recém-criados incorrem em maiores gastos de capital para criar a sua rede de agências, sistemas de informação, contratação de pessoal e formação, limitando o fluxo de caixa disponível para distribuição. Assim, para Al-Hunnayan (2011) os bancos jovens pagam dividendos relativamente mais baixos. À medida que os bancos amadurecem, a despesa de capital e a oportunidade de crescimento serão relativamente menores e, com isto, espera-se que passem a pagar dividendos relativamente maiores. Como *proxy* para a maturidade é utilizada a variável idade, que é definida como a diferença entre o ano de observação e o ano de fundação da entidade financeira.

## Dimensão

A dimensão da instituição é outro dos fatores com relevância significativa para a distribuição de resultados, tal como é defendido por autores como Rozeff (1982), Dickens *et al.* (2002), Petria, Capraru, & Ihnatov (2015) e Labhane & Mahakud (2016). Estes autores, concluíram que empresas de maior dimensão estão associadas a um maior pagamento de dividendos, justificado por menores oportunidades de crescimento e investimento, além de maiores rácios de rentabilidade. Os mesmos argumentam que os bancos maiores tendem a ser mais competitivos devido a fatores como a acessibilidade ao mercado de capitais, melhor classificação de crédito, mais clientes e outros fatores. Assim, estas circunstâncias aumentam a rentabilidade e eficiência dos bancos, reduzindo o custo operacional devido ao efeito da economia de escala. Acresce que as entidades de maior dimensão têm geralmente uma maior proporção de participações institucionais, o que as leva a pagar uma maior quantidade de dividendos. Além disto, quanto maior é o tamanho da empresa, mais difícil é fazer a sua monitorização, o que aumenta o problema de agência entre os gestores e acionistas. Posto isto, no sentido de solucionar este problema, as empresas maiores são obrigadas a pagar mais dividendos.

Considerando os argumentos anteriores, é esperado que se verifique uma relação positiva entre a dimensão da empresa (medida pelo logaritmo natural do ativo) e a distribuição de dividendos (Dickens *et al.*, 2002).

De forma a analisar o impacto da crise financeira (e económica) portuguesa, ocorrida no período amostral, é definida uma variável *dummy* (*CF*), que permite observar alterações na política de pagamento de dividendos imputável ao ciclo económico (e financeiro). Procedemos operacionalmente da seguinte forma: aos anos de crise atribui-se o valor 1 (um) e aos períodos sem crise o valor 0 (zero). No período de crise espera-se uma relação negativa entre a variável e a distribuição de dividendos.

A Tabela seguinte resume e define as variáveis incluídas no modelo e os sinais esperados para os coeficientes das variáveis independentes.

**Tabela 1: Descrição das variáveis do modelo.**

<b>Variável Dependente</b>			
<b>Variável</b>	<b>Sigla</b>	<b>Descritivo</b>	<b>Sinal Esperado</b>
Dividendo	$Div_{i,t}$	$Div_{i,t} = \frac{Dividendo_{i,t}}{Fundos Próprios_{i,t}}$	
<b>Variável Independente</b>			
Rentabilidade do Ativo	$ROA_{i,t}$	$ROA_{i,t} = \frac{Resultado Líquido_{i,t}}{Total Ativo_{i,t}}$	+
Dividendo do ano Anterior	$DIV_{i,t-1}$	$DIV_{i,t-1} = \frac{Dividendo_{i,t-1}}{Fundos Próprios_{i,t-1}}$	+
Alavancagem	$ALAV_{i,t}$	$ALAV_{i,t} = \frac{Passivo_{i,t}}{Fundos Próprios_{i,t}}$	-
Maturidade	$MAT_{i,t}$	$MAT_{i,t} = Ano Observação_{i,t} - Ano Fundação$	+
Dimensão do Banco	$DIM_{i,t}$	$DIM_{i,t} = \ln(ativo)_{i,t}$	+

Fonte: Elaboração própria.

### 3.2. Hipóteses de Investigação

Com base nos determinantes (variáveis) da política de dividendos seleccionados, são formuladas as seguintes hipóteses de investigação:

**H<sub>1</sub>:** Existe uma relação positiva entre a rentabilidade medida pelo ROA e as decisões de pagamento de dividendos dos bancos portugueses;

**H<sub>2</sub>:** A decisão de pagamento de dividendos dos bancos portugueses está positivamente relacionada com os dividendos pagos no ano anterior;

**H<sub>3</sub>:** A decisão de pagamento de dividendos dos bancos portugueses está negativamente relacionada com o seu nível de alavancagem;

**H<sub>4</sub>:** Existe uma relação positiva entre a idade da instituição financeira e as decisões de pagamento de dividendos dos bancos portugueses;

**H<sub>5</sub>:** Existe uma relação positiva entre o tamanho da instituição financeira e as decisões de pagamento de dividendos dos bancos portugueses;

Para analisar se o fator crise é suscetível de desempenhar um papel importante na decisão de pagamento de dividendos, foi levantada uma última hipótese:

**H<sub>6</sub>:** Existe uma relação negativa entre a crise financeira e a decisão de pagamento de dividendos dos bancos que operam no mercado português.

### **3.3. Recolha de Dados e Amostra**

Para obter um nível adequado de generalização e validade dos resultados e cumprir os requisitos dos testes de regressão, foi selecionada uma amostra adequada de dados financeiros referentes a bancos que operam em Portugal. O estudo empírico tem um horizonte temporal de catorze anos (2005-2018) e a sua seleção constitui um requisito importante para a qualidade do estudo. Durante o período selecionado, ocorreram eventos relevantes, tanto no âmbito nacional como no contexto internacional, que afetaram de diferentes formas a economia e o mercado financeiro. Assim, o estudo decorre num espaço temporal que permite analisar os efeitos transversais de dois eventos marcantes, a crise financeira iniciada nos Estados Unidos da América (EUA) em 2007 e o pedido de assistência económica e financeira de Portugal à *Troika*, espoletado em 2011. A amostra selecionada é de natureza não probabilística e de conveniência. Entre os bancos que integram o setor bancário nacional, foi necessário restringir a amostra às entidades que cumpriam os seguintes critérios:

- Instituições de direito português e que pagaram dividendos;
- Entidades com relatórios publicados e disponíveis para o público;
- Todos os bancos cotados e todas as maiores instituições;
- Entidades presentes no mercado há um período suficientemente longo.

De acordo com os critérios referidos, foram selecionados 10 bancos (listagem em apêndice I) que representam em média 71,72% dos ativos totais da população bancária (tabela 2). Posto isto, ressalva-se que estes números são suficientes para generalizar os resultados à população.

**Tabela 2: Peso da amostra nos ativos totais do mercado bancário português**

<b>Ano</b>	<b>Total Ativo do Setor Bancário</b>	<b>Total Ativo da Amostra</b>	<b>Amostra (%)</b>
<b>2005</b>	355 685 000	253 656 905	71,32
<b>2006</b>	384 353 000	282 906 963	73,61
<b>2007</b>	443 458 000	317 165 131	71,52
<b>2008</b>	476 883 000	353 387 624	74,10
<b>2009</b>	510 587 000	345 121 819	67,59
<b>2010</b>	531 721 000	397 564 032	74,77
<b>2011</b>	512 611 000	389 497 066	75,98
<b>2012</b>	496 148 000	358 035 120	72,16
<b>2013</b>	460 204 000	336 343 112	73,09
<b>2014</b>	425 697 000	299 494 318	70,35
<b>2015</b>	407 589 000	281 323 667	69,02
<b>2016</b>	385 894 000	265 232 641	68,73
<b>2017</b>	381 260 000	271 707 681	71,27
<b>2018</b>	384 535 000	271 574 115	70,62
<b>Média</b>			<b>71,72</b>

Fonte: Elaboração própria com informação obtida na Associação Portuguesa de bancos e no Banco de Portugal.

Na consecução dos dados referentes a cada Banco, foram considerados os balanços e contas das instituições e as declarações oficiais sobre pagamento de dividendos, publicados nas suas respetivas páginas institucionais *on-line*, bem como na página *web* da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) e no *site* do Banco de Portugal (BdP). Os dados setoriais foram obtidos junto da Associação Portuguesa de Bancos (APB). Porém, para algumas instituições bancárias e anos, os dados não se encontravam disponíveis, pelo que a amostra constitui um conjunto de dados não balanceados.

Tendo em conta o objetivo principal do estudo, o tratamento dos dados recolhidos passou pela aplicação de filtros que resultou na eliminação de todas as observações sem valores registados, necessária para a construção das variáveis dependente e independentes.

Obteve-se assim um modelo econométrico com dados em painel<sup>3</sup>, que visa recolher conclusões sobre os fatores que afetaram a distribuição de dividendos e identificar as alterações que ocorreram ao longo do tempo.

Além disto, o estudo recorre a várias técnicas estatísticas: análise descritiva das variáveis incluídas no modelo, com base nos dados da amostra, análise de correlações e análise de regressão múltipla para explorar a relação entre a variável dependente e as variáveis independentes, incluindo os coeficientes de regressão e os respetivos sinais.

O tratamento estatístico e os testes foram realizados utilizando o programa estatístico *EViews*, versão 10.

### **3.4. Estatística Descritiva**

As estatísticas descritivas das variáveis utilizadas são apresentadas na tabela 3. São apresentadas a média, mediana, máximo e mínimo e os desvios-padrão das variáveis estudadas. Os dados representados integram 122 observações de 10 bancos portugueses ao longo de 14 anos (2005-2018).

A variável dependente, dividendo ( $DIV_t$ ), registou uma média de 0,032. Isto significa que, durante o período analisado, os bancos distribuíram em média pelos seus acionistas o equivalente a 3,2 por cento dos fundos próprios. Pode observar-se que a variável dependente apresentou oscilações ao longo dos anos, tal como é comprovado pelo desvio-padrão de 3,85 por cento, apresentando um dividendo mínimo de zero e máximo 17,83 por cento.

---

<sup>3</sup> Dados em painel ou dados longitudinais é um termo comum em estatística e nas suas aplicações em econometria e é utilizado para designar informações de várias unidades amostrais (indivíduos, empresas, etc.) acompanhadas, em geral, ao longo do tempo. Dessa forma, as observações são consideradas em duas dimensões uma delas é a unidade amostral e a outra é o tempo. São habitualmente referidas como vantagens da regressão com dados em painel, as seguintes: aumenta o tamanho da amostra; analisa o efeito do tempo nos dados; testa se as relações entre as variáveis mudam com o tempo; acomoda a heterogeneidade, permitindo variáveis específicas para cada unidade *cross section*; produz mais informações, mais variabilidade, menos colinearidade, mais graus de liberdade e mais eficiência. Em síntese, utilizando as mesmas unidades *cross section*, estuda melhor as dinâmicas das mudanças temporais e pode detetar e medir efeitos mais complexos que não seriam observados por uma análise puramente *cross section* ou temporal. Ver GREENE, William H. *Econometric Analysis* (6ª ed.) New Jersey: Pearson Prentice Hall, 2008.

**Tabela 3: Estatística da amostra (2005-2018)**

A Tabela contém as estatísticas descritivas das variáveis do modelo para a amostra de 10 bancos utilizando dados de 2005 a 2018 com 122 observações. As variáveis na tabela são: Dividendos ( $DIV_t$ ), Rentabilidade ( $ROA_t$ ), Dividendos do período anterior ( $DIV_{t-1}$ ), Alavancagem ( $ALAV_t$ ), Maturidade ( $MAT_t$ ) e Dimensão ( $DIM_t$ ).

<b>Estatística descritiva (2005-2018)</b>						
	$DIV_t$	$ROA_t$	$DIV_{t-1}$	$ALAV_t$	$MAT_t$	$DIM_t$
<b>Média</b>	0.032074	-0.001854	0.033224	22.85460	55.63115	16.15417
<b>Mediana</b>	0.016289	0.004224	0.022757	13.93225	26.00000	17.41402
<b>Máximo</b>	0.178342	0.058896	0.178342	1035.011	185.000	18.54204
<b>Mínimo</b>	0.000000	0.000000	0.000000	-1.067225	6.000000	10.84624
<b>Desvios-Padrão</b>	0.038577	0.074253	0.038687	92.95193	54.93260	2.224189
<b>Observações</b>	122	122	122	122	122	122

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do *Eviews*, versão 10.

Através da análise das variáveis independentes, verifica-se que a Rentabilidade Total do Ativo ( $ROA_t$ ) representa em média -0,185 por cento do valor do ativo dos bancos, sendo este um valor negativo e tendencialmente próximo de zero. No entanto, o desvio padrão tem um valor relativamente elevado (7,43 por cento), quando comparado com a rentabilidade média observada, o que indica uma grande variabilidade nos valores observados da rentabilidade do ativo para os bancos da amostra. Quanto ao dividendo histórico (dividendo distribuído no ano anterior:  $DIV_{t-1}$ ), depreende-se que a sua média é de, aproximadamente, 3,3 por cento, valor superior ao dividendo atual médio. A alavancagem ( $ALAV_t$ ) média demonstra que os passivos totais representam aproximadamente 23 vezes o valor dos fundos próprios, situação típica do setor bancário cujo nível de endividamento é muito superior ao das empresas não financeiras. A maturidade ( $MAT_t$ ) média dos bancos da amostra é de, aproximadamente, 56 anos, evidenciando tratar-se de um setor constituído maioritariamente por entidades a operar no mercado há muitos anos. Ressalva-se que o valor mínimo de 6 registado diz respeito a uma entidade autorizada em 1999. Por fim, quanto à dimensão ( $DIM_t$ ) dos bancos da amostra, verificou-se que os valores do rácio variam entre 10,84 e 18,54, o que equivale a um valor médio de 16,15 e permite ainda concluir que metade das empresas observadas tem dimensão superior ou igual a 17,41.

As estatísticas representativas de cada um dos três períodos que orientaram a divisão da amostra - o período que antecedeu a crise financeira (2005-2007), os anos de maior impacto da mesma (2008-2012) e o período imediatamente posterior - apresentam dados particularmente interessantes. Neste sentido, a Tabela 4 apresenta as estatísticas mais significativas para cada uma das fases. Como está apresentado, em termos médios, a variável dependente ( $DIV_t$ ) viu o seu valor diminuir da primeira fase para o período de crise propriamente dito. Na passagem para a fase seguinte, observa-se uma recuperação, atingindo em média um rácio de dividendo de 2,6 por cento, o que corresponde a um valor cerca de meio por cento superior ao verificado no período de crise. Estes valores demonstram que, efetivamente, os bancos analisados, contiveram a remuneração acionista durante os anos de crise económica financeira. Os acionistas foram recompensados logo após o período de maiores dificuldades beneficiando do aumento da distribuição de dividendos. Salienta-se ainda que, ao contrário do verificado no segundo período (2008-2012), no qual alguns bancos optaram por não distribuir dividendos, isto verificou-se de forma menos acentuada no pós-crise. Ainda assim, neste último período, alguns bancos foram forçados a não distribuir dividendos por força dos apoios estatais concedidos

Quanto à variável  $ROA_t$ , apurou-se que os bancos sofreram uma queda deste indicador no início da crise que se acentuou a partir de 2011, refletindo a gravidade da situação económico-financeira. Além disto, como reação à(s) crise(s), a variável  $DIV_{t-1}$  registou no período pós crise (2013-2018) um decréscimo do seu valor médio, resultado das não distribuição de dividendos ocorrida nos períodos de maior dificuldade financeira. Por sua vez, a variável  $ALAV_t$  sofreu uma redução por via do efeito conjugado do decréscimo dos passivos e do reforço dos fundos próprios, consequentes à reestruturação do setor. No que respeita às variáveis  $MAT_t$  e  $DIM_t$  foi possível aferir que a primeira observou um crescimento (em valor médio), reflexo da não entrada de novos bancos no mercado, enquanto a variável  $DIM_t$  apresenta uma quebra ligeira como consequência da redução da atividade e ajustamento da dimensão das instituições.

**Tabela 4: Estatística da amostra dos subperíodos**

A Tabela contém a matriz de correlações entre variáveis independentes do modelo de dividendos para uma amostra de 10 utilizando dados de 2005 a 2018 com 122 observações. As variáveis na tabela são a Rentabilidade ( $ROA_t$ ), Dividendos Históricos ( $DIV_{t-1}$ ), Alavancagem ( $ALAV_t$ ), Maturidade ( $MAT_t$ ) e Crise ( $CF_t$ )

Estatísticas Descritivas dos Subperíodos							
	Variável	Observações	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvios-Padrão
Pré Crise (2005-2007)	$DIV_t$	25	0.064598	0.058100	0.113684	0.024754	0.026639
	$ROA_t$	25	0.012500	0.006589	0.058896	0.003344	0.014872
	$DIV_{t-1}$	25	0.058492	0.119000	0.000000	0.000000	0.028819
	$ALAV_t$	25	14.77807	17.23018	27.23985	0.387669	8.199164
	$MAT_t$	25	38.28000	19.00000	131.0000	6.000000	41.70284
	$DIM_t$	25	16.17528	17.31056	18.31531	12.09587	2.230215
Crise (2008-2012)	$DIV_t$	46	0.021214	0.000000	0.120492	0.000000	0.033052
	$ROA_t$	46	0.00762	0.002616	0.051164	-0.196439	0.032319
	$DIV_{t-1}$	46	0.030537	0.018202	0.12492	0.000000	0.037353
	$ALAV_t$	46	38.93080	14.74815	1035.011	0.472437	150.6113
	$MAT_t$	46	53.82609	24.00000	179.0000	9.000000	55.15888
	$DIM_t$	46	16.16445	17.48484	18.54204	11.17083	2.302434
Pós Crise (2013-2018)	$DIV_t$	51	0.025927	0.000000	0.178342	0.000000	0.040020
	$ROA_t$	51	- 0.011250	0.002917	0.057113	- 0.769911	0.109987
	$DIV_{t-1}$	51	0.023251	0.000000	0.178342	0.000000	0.039225
	$ALAV_t$	51	12.31358	10.45600	42.28067	-1.067225	8.806806
	$MAT_t$	51	65.76471	30.00000	185.0000	14.00000	58.91743
	$DIM_t$	51	16.13456	17.43495	18.35706	10.84624	2.193749

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do *Eviews*, versão 10.

### 3.5. Correlação

A Tabela 5 apresenta os coeficientes de correlação. A análise dos mesmos permite compreender a relação entre variáveis. Em princípio, numa análise de correlação, os coeficientes de correlação entre as variáveis independentes não deverão exceder 0,70, caso contrário, poderão revelar indícios de a multicolinearidade. Todos os resultados de correlação estão abaixo de 0,7, o que indica que a multicolinearidade não é um problema potencial (Anderson, Sweeney, & Williams, 2008), e o mesmo significa que estas são adequadas para serem analisadas através de estimadores *Ordinary Least Squares* (OLS).

**Tabela 5: Correlação entre as variáveis independentes**

A Tabela contém a matriz de correlações entre variáveis independentes do modelo de dividendos para uma amostra de 10 utilizando dados de 2005 a 2018 com 122 observações. As variáveis na tabela são a Rentabilidade ( $ROA_t$ ), Dividendos Históricos ( $DIV_{t-1}$ ), Alavancagem ( $ALAV_t$ ), Maturidade ( $MAT_t$ ) e Crise ( $CF_t$ ).

Correlação						
	$ROA_t$	$DIV_{t-1}$	$ALAV_t$	$MAT_t$	$DIM_t$	$CF_t$
$ROA_t$	1.000000					
$DIV_{t-1}$	0.135112	1.000000				
$ALAV_t$	0.002751	-0.063585	1.000000			
$MAT_t$	0.013103	-0.288556	-0.061610	1.000000		
$DIM_t$	0.133112	0.030149	0.126038	-0.032609	1.000000	
$CF_t$	0.027522	-0.054112	0.135109	0.025670	0.003612	1.000000

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do *Eviews*, versão 10.

## **CAPÍTULO IV – APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS**

No capítulo anterior explicou-se a metodologia aplicada no estudo, apresentou-se o modelo empírico e variáveis, caracterizou-se e justificou-se a amostra dos bancos incluídos na análise.

Neste capítulo são apresentados e discutidos os resultados dos testes de regressão.

A escolha do modelo final, apresentado no capítulo anterior, seguiu um teste de regressão “passo a passo” para formular o modelo mais ajustado para analisar as hipóteses levantadas e fundamentar os resultados. Trata-se de um teste preliminar para identificar e reduzir o número de variáveis independentes que melhor se ajustam ao modelo de regressão. Depois de selecionar as variáveis consideradas significativas utilizou-se a análise de regressão de dados em painel, empregando técnicas mais precisas.

#### **4.1. Análise de Regressão para o Período Completo (2005-2018)**

De forma a identificar os determinantes dos dividendos e o seu significado estatístico para a amostra dos bancos que operam no mercado português, foi efetuada uma análise de regressão, sendo os resultados da mesma utilizados para testar as hipóteses levantadas.

Um dos aspetos considerados nas estimações foi a análise dos efeitos fixos. O estimador OLS (*pool*), selecionado de acordo com a literatura agrupa todos os dados e assume homogeneidade entre indivíduos (ou seja, bancos). Os estimadores com efeito fixos e aleatórios assumem heterogeneidade não observada entre os indivíduos. O método de efeitos fixos assume que a heterogeneidade não observada está correlacionada com as variáveis independentes, ao contrário do método de efeitos aleatórios. Foi utilizado o teste de *Hausman* para selecionar o método mais adequado para o modelo de dividendos. A hipótese nula do teste é que o método de efeito aleatório é o método a escolher. Os resultados do teste indicaram que a hipótese nula é rejeitada e, portanto, o método de efeitos fixos é preferível. Além disso, o programa *Eviews* compreende medidas corretivas para problemas de heteroscedasticidade e autocorrelação, que foram opções utilizadas para controlar esses problemas.

O modelo foi estimado para quatro horizontes temporais distintos: o período da amostra integral (2005-2018) e cada uma das suas fases (pré-crise (2005-2007), crise (2008-2012) e pós-crise (2013-2018)).

A tabela 6 apresenta o resumo das estimativas do modelo que utiliza o rácio de dividendos ( $DIV_t$ ) como variável dependente e inclui os coeficientes.

O resultado da regressão *Panel Least Squares* (PLS), com efeitos fixos mostra um  $R^2$  de aproximadamente 68,72 por cento e um  $R^2$  ajustado de 64,30 por cento. Este resultado indica que as variáveis independentes do modelo explicam 68,72 por cento das variações na variável dependente. Os resultados são superiores aos obtidos no estudo de referência de Dickens *et al.* (2002). Por outro lado, os resultados do teste F indicam relações estatisticamente significativas entre as variáveis independentes e a variável dependente do modelo.

**Tabela 6: Coeficientes de regressão estimados (2005-2018)**

A tabela contém a regressão linear múltipla das variáveis do modelo para a amostra de 10 bancos utilizando dados de 2005 a 2018 com 122 observações. As variáveis na tabela são: Dividendos ( $Div_t$ ), Rentabilidade ( $ROA_t$ ), Dividendos do período anterior ( $DIV_{t-1}$ ), Alavancagem ( $ALAV_t$ ), Maturidade ( $MAT_t$ ) e Dimensão ( $DIM_t$ ). *White diagonal standard errors & covariance (d.f. corrected)*.

Variável	$\beta$	Desvio-Padrão	t-Statistic	p-value
C	0.195050	0.063306	3.081083	0.0026 ***
$ROA_t$	0.090356	0.038252	2.362131	0.0200 **
$DIV_{t-1}$	0.595037	0.085703	6.943034	0.0000 ***
$ALAV_t$	$-4.30e^{-06}$	$9,96 e^{-06}$	-0.0431261	0.6672
$MAT_t$	-0.001014	0.000678	-1.494339	0.1381
$DIM_t$	-0.007428	0.004037	-1.840030	0.0686 *
$CF_t$	-0.016140	0.005006	-3.224282	0.0017 ***
PLS				
Estimador	efeitos fixos			
R2	0.687232		F-statistic	15.52729
R2 ajustado	0.642972		Prob (F-statistic)	0.000000
Durbin-Watson Stat	1.9456			

\*\*\* indica que a variável é estatisticamente significativa a 1%, \*\* indica que a variável é estatisticamente significativa a 5% e \* que indica que a variável é estatisticamente significativa a 10%.

Conforme se observa pelos resultados apresentados, a distribuição de dividendos é significativamente afetada pela distribuição passada dos dividendos ( $DIV_{t-1}$ ). A estabilidade da política de dividendos parece ser vista como um caracterizador da política de dividendos. Além disso, mostra, com 95 por cento de confiança, um efeito significativo

da rentabilidade obtida ( $ROA_t$ ) na variável dependente. Os resultados excluíram a alavancagem ( $ALAV_t$ ) e maturidade ( $MAT_t$ ) como determinantes estatisticamente significativos, isto é, o nível de endividamento das instituições e a maturidade têm claramente menor influência na distribuição de resultados sob a forma de pagamento de dividendos. A introdução de uma variável *dummy* ( $CF_t$ ) que refletisse as alterações observadas no pagamento de dividendos por efeito da crise financeira, mostrou-se altamente significativa. Pode-se, assim, concluir que os dividendos pagos pelos bancos que operam em Portugal são afetados positivamente pela *performance* (resultados) das instituições e pelo dividendo histórico, e negativamente pela alavancagem, maturidade e dimensão. Consequentemente, a equação de regressão poderá ser expressa da seguinte forma:

$$Div_{i,t} = 0.195050 + 0.090356ROA_{i,t} + 0.59037DIV_{i,t-1} - 4.30e^{-06}ALAV_{i,t} - 0.01014MAT_{i,t} - 0.007428DIM_{i,t} - 0.016140CF_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

## 4.2. Interpretação dos Resultados da Regressão e Validação das Hipóteses

Para a concretização do objetivo da presente investigação, foram inicialmente levantadas seis hipóteses de investigação (ver ponto 3.2), pressupondo uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a decisão de pagamento de dividendos dos bancos portugueses, a rentabilidade, o dividendo distribuído no ano anterior, a maturidade do banco e a sua dimensão. Por outro lado, é pressuposto que a relação é negativa com a alavancagem e a crise financeira.

Os testes ao modelo econométrico proposto (Tabela 3) validam a hipótese  $H_1$ , ou seja, realmente existe uma relação positiva e, estatisticamente significativa, entre a rentabilidade obtida pelos bancos e as decisões de pagamento de dividendos. A probabilidade de um banco que opera no mercado português pagar dividendos é significativa e positivamente afetada pela variável  $ROA_t$ . Os coeficientes da variável são estatisticamente significativos e positivos ao nível de 5 por cento. Este resultado é consistente com a teoria de sinalização da política de dividendos, argumentando que as instituições rentáveis são mais propensas a pagar dividendos para sinalizar o seu bom

desempenho financeiro (Lintner, 1956; Bhattacharya, 1979). Portanto, a rentabilidade pode ser considerada um fator relevante para a decisão de pagamento de dividendos. Os resultados confirmam a componente de resultados implícita no modelo de Lintner e foram também consistentes com Lee (2009), Al-Hunnayan (2011), Marfo-Yiandom & Agyei (2011) e Abreu & Gulamhussen (2013).

Os resultados dos testes revelam também que a decisão de pagamento de dividendos dos bancos portugueses está positivamente relacionada com os dividendos pagos no ano anterior, assim sendo, aceita-se a H<sub>2</sub>. Vários estudos indicam que os bancos se esforçam por estabilizar os pagamentos de dividendos, sinalizando a sua força e eficiência das operações. A validação da hipótese converge com o modelo de Lintner de estabilidade dos dividendos. Os investidores tendem a avaliar os pagamentos de dividendos através da comparação histórica. Os estudos de Dickens *et al.* (2002), Al Yahyaee (2006), Al-Hunnayan (2011), Marfo-Yiandom & Agyei (2011) e Maldajian & Khoury (2014) corroboram a hipótese. Por outro lado, os resultados do estudo de Al-Kayed (2017) não suportam esta hipótese, dado que este autor defende que os dividendos distribuídos no ano anterior não garantem a sua distribuição (igual ou menor) no ano seguinte.

Embora o coeficiente da variável explicativa, alavancagem financeira, se apresente negativo, isto é, a decisão de pagamento de dividendos dos bancos portugueses está negativamente relacionada com o seu nível de alavancagem, os resultados são estatisticamente não significativos ao nível de confiança de 90 por cento. A probabilidade de um banco pagar dividendos não é estatisticamente afetada pela variável ALAV<sub>t</sub>. Logo, a hipótese H<sub>3</sub> não é validada. O sinal apresentado vai de encontro ao estudo de Al-Kayed (2017) que concluiu que os bancos com maior índice de alavancagem (ou menor rácio de adequação de capital), estão sob maiores pressões regulatórias. Essa evidência é consistente com a noção de que a dívida e os dividendos são mecanismos alternativos para controlar os custos de agência associados aos problemas dos *free cash flows*, e como são dispositivos alternativos para cumprir o mesmo propósito, dívida e dividendos estão inversamente relacionados (Crutchley & Hansen, 1989; Jensen, 1986; Jensen & Meckling, 1976). Contudo, os estudos de Al-Hunnayan (2011), Marfo-Yiandom & Agyei (2011) e Maldajian & Khoury (2014) não obtiveram esses resultados.

Com a não validação da H<sub>4</sub> fica por confirmar a influência positiva da idade da instituição financeira sobre as decisões de pagamento de dividendos dos bancos portugueses. A probabilidade de um banco pagar dividendos não é significativa e positivamente afetada

pela variável idade da empresa. Os coeficientes da variável não são estatisticamente significativos e positivos ao nível de dez por cento no Modelo. Nesse sentido, esse resultado é inconsistente com a hipótese de maturidade proposta por Grullon & Michaely (2002), argumentando que, uma vez que uma empresa envelhece em termos de idade, as suas oportunidades de investimento diminuem, o que leva a um crescimento mais lento e, conseqüentemente, reduz as necessidades de financiamento do capital. Assim, as empresas maduras tendem a ter lucros estáveis, com alto excedente para os mercados de capitais, e são capazes de preservar um bom nível de recursos, o que lhes permite pagar dividendos mais elevados. Contudo o resultado obtido é consistente com o estudo de Marfo-Yiadom & Agyeidez (2011).

Quanto à hipótese H<sub>5</sub>, acaba por não se verificar uma relação positiva entre o tamanho da instituição financeira e as decisões de pagamento de dividendos dos bancos portugueses, descartando-se a hipótese levantada. A probabilidade de um banco pagar dividendos é estatisticamente e negativamente afetada pela variável DIM<sub>t</sub>. O coeficiente da variável é significativo e negativo ao nível de 10 por cento no modelo. Uma possível explicação para a discrepância de sinal talvez esteja na influência da pressão concorrencial nas decisões de pagamento de dividendos, fazendo com que os bancos, independentemente do seu tamanho, se esforcem por pagar dividendos. Este resultado é apoiado pelo estudo de Al-Hunnayan (2011). Já as investigações de Dickens *et al.* (2002), Lee (2009), Abreu & Gulamhussen (2013) e Maldajian & Khoury (2014) não apoiam esta hipótese. Este resultado é suportado pela teoria de custos de agência e custos de transação de dividendos (Lloyd, Jahera, & Page, 1985; Gaver & Gaver, 1993; Moh'd, Perry, & Rimbey, 1995; Redding, 1997; Fama & French, 2001), sugerindo uma relação positiva entre o tamanho da empresa e a política de dividendos como um mecanismo de controlo.

Finalmente, a H<sub>6</sub> é validada pelos resultados do estudo, o que significa que existe uma relação negativa entre a crise financeira e a decisão de pagamento de dividendos dos bancos em Portugal.

### 4.3. A Política de Dividendos Antes, Durante e Depois da Crise Financeira

Tem havido um considerável interesse acadêmico em estudar os padrões de pagamento de dividendos efetuados pelos bancos com referência à crise financeira internacional. O objetivo é investigar se houve alterações significativas na política de distribuição de resultados antes, durante e no pós-crise. Este estudo procurou acompanhar essa tendência, tendo-se considerado a repartição dos dados em três subamostras, correspondentes aos referidos períodos, ainda que no caso português os efeitos da crise financeira internacional se tenham ampliado, por via da crise de dívida soberana que lhe sucedeu, e que estendeu o intervalo temporal de maiores dificuldades.

Os resultados das regressões com recurso a estimadores OLS para cada uma das três fases são apresentados na Tabela 7.

**Tabela 7: Coeficientes de regressão estimados por períodos**

A Tabela contém a regressão linear múltipla das variáveis do modelo para a amostra de 10 bancos utilizando dados para as três fases com um total de 122 observações. As variáveis na tabela são: Dividendos ( $Div_t$ ), Rentabilidade ( $ROA_t$ ), Dividendos do período anterior ( $DIV_{t-1}$ ), Alavancagem ( $ALAV_t$ ), Maturidade ( $MAT_t$ ) e Dimensão ( $DIM_t$ ). *Cross-section weights (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected).*

Variável	Pré-crise (2005-2007)	Crise (2008-2012)	Pós-crise (2013-2018)
$ROA_t$	0.501339 (0.236708) **	0.321026 (0.109064) ***	0.015840 (0.013176)
$DIV_{t-1}$	0.619137 (0.165385) ***	0.536630 (0.139779) ***	0.828603 (0.118846) ***
$ALAV_t$	0.001332 (0.000736) *	$-4.67e^{-06}$ ( $1.78e^{-05}$ )	-0.000272 0.000361
$MAT_t$	$1.94e^{-05}$ ( $9.60e^{-05}$ )	$4.25e^{-05}$ ( $7.39e^{-05}$ )	-0.000108 ( $3.84e^{-05}$ ) ***
$DIM_t$	0.000104 (0.000854)	0.000118 (0.000405)	0.001080 (0.000400) ***
$R^2$	0.741167	0.407261	0.785452
$R^2$ ajustado	0.689400	0.349433	0.766795
Estimador	PLS sem efeitos	PLS sem efeitos	PLS sem efeitos
Observações	25	46	51

---

\*\*\* indica que a variável é estatisticamente significativa a 1%, \*\* indica que a variável é estatisticamente significativa a 5% e \* que indica que a variável é estatisticamente significativa a 10%.

Desvio Padrão entre parêntesis.

Os resultados revelam que o modelo se mostra mais explicativo para os períodos anterior à crise e depois da crise, com valores para o  $R^2$  ajustado de 68,94 e 76,68 por cento, respetivamente. O intervalo definido para a crise evidencia um menor ajustamento do modelo, sendo o  $R^2$  ajustado de 34,94 por cento. Os resultados fornecem boas evidências empíricas de que o pagamento de dividendos pelos bancos está associado aos lucros obtidos ( $ROA_t$ ) e principalmente à relação positiva com o histórico de pagamento de dividendos ( $DIV_{t-1}$ ). Refira-se a este propósito que os dividendos no último período da análise foram particularmente condicionados pela política de retenção de resultados, imposta pelas autoridades a todas as instituições que beneficiaram do apoio estatal (via instrumentos híbridos de capital) para cumprimento de rácios regulamentares. Os resultados sugerem também que no período pós-crise os bancos de maior tamanho estão associados à retoma do pagamento de dividendos aos acionistas, sobretudo as entidades mais jovens.

Os estudos sobre o tema em geral centram-se na análise da relação entre os pagamentos de dividendos pelos bancos comerciais e as exigências crescentes de requisitos de capital. Estudos como Hsiao & Tseng (2016) e Acharya & Skeie (2011) mostraram que há um impacto significativo do aumento dos requisitos de capital sobre as políticas de pagamento de dividendos bancários nos mercados mais desenvolvidos como os EUA.

Hsiao & Tseng (2016) apresentam uma análise robusta de dados em painel para os bancos de vários países, onde evidenciam o impacto negativo significativo da regulamentação do capital sobre os níveis de pagamento de dividendos. Também Forti & Schiozer (2015) estudam a sinalização de dividendos e os níveis de adequação de capital dos bancos. Baseando-se em modelos Tobit e dados de painel, concluem que há relações significativas entre os pagamentos de dividendos e os rácios regulatórios de capital. Com base nesses estudos levantam-se várias hipóteses. Uma dessas hipóteses é que a pressão regulatória reduz os dividendos, podendo até impedi-los.

Os resultados deste estudo, para o mercado português, apresentam uma leitura que, aparentemente, não é totalmente consistente com a hipótese anterior. O indicador de alavancagem é estatisticamente significativo a 10 por cento na regressão para o período

pré-crise, sendo insignificante para os restantes períodos. Além disso, o sinal do coeficiente  $ALAV_t$  é positivo antes da crise, traduzindo que o aumento do nível de alavancagem dos bancos foi acompanhado pelo aumento de pagamento de dividendos. Nos períodos posteriores o sinal passa a negativo, sendo que a fase de crise se caracteriza pela redução no pagamento de dividendos mantendo-se o processo de agravamento do rácio de alavancagem que só inverte a tendência a partir de 2013. O sinal negativo apresentado na última fase resulta do efeito conjugado da retoma do pagamento de dividendos e do processo de desalavancagem observado na generalidade das instituições bancárias. Uma nota adicional que ajuda a compreender o menor significado estatístico observado do impacto do nível de adequação do capital sobre os dividendos: o retardar do processo de desalavancagem por via do reforço dos fundos próprios é explicado, durante o período de crise, porque os bancos começaram a constituir imparidades e provisões anormalmente elevadas para cobrir o risco de crédito, o que influenciou negativamente a rentabilidade e indiretamente os fundos próprios (especialmente em anos de prejuízos). Isto é, ao mesmo tempo que são reforçados os fundos próprios, via aumentos de capital e/ou emissão de fundos híbridos provenientes do apoio estatal, os bancos sofrem pesadas perdas que reduzem esses mesmos fundos próprios.

## **CAPÍTULO V – CONCLUSÃO**

---

O objetivo primordial da dissertação foi identificar os determinantes da política de pagamento de dividendos no setor bancário português. Os estudos desenvolvidos sobre a política de dividendos dos bancos em Portugal são escassos, pelo que é possível adicionar conhecimento à literatura existente. Para este propósito, formulou-se um modelo econométrico de pagamento de dividendos, com base na revisão de literatura, teórica e empírica, efetuada. O modelo foi testado através de análise de regressão linear múltipla que contrapôs o indicador escolhido como variável dependente a um conjunto de variáveis independentes, específicas dos bancos, com o objetivo de aferir o valor explicativo das mesmas. Definiu-se um painel de dados não balanceado, constituído por 122 observações para o período 2005-2018, fazendo-se ainda a distinção entre o período pré-crise (2005-2007), crise (2008-2012) e pós-crise (2013-2018). Os testes foram efetuados recorrendo-se ao estimador OLS, com efeitos fixos e sem efeitos.

Os resultados obtidos, a partir da estimação do modelo, para o espaço temporal da amostra, apontam para um poder explicativo global das variáveis independentes de 68,7 por cento. Evidencia-se que as variáveis mais relevantes, que surgem associadas aos padrões de pagamento de dividendos, são a rentabilidade do ativo ( $ROA_t$ ) e o dividendo histórico ( $DIV_{t-1}$ ). Observa-se uma relação positiva e, estatisticamente significativa, entre a rentabilidade obtida pelos bancos e as decisões de pagamento de dividendos, o que valida a hipótese  $H_1$ . De igual forma, a decisão de pagamento de dividendos está positivamente relacionada com os dividendos pagos no ano anterior, sustentando desta forma a hipótese  $H_2$ . Como vários estudos confirmam, os bancos esforçam-se por estabilizar os pagamentos de dividendos. Os demais fatores específicos dos bancos incluídos no modelo não evidenciaram influência estatisticamente significativa na determinação do dividendo pago. Assim, as hipóteses  $H_3$ ,  $H_4$  e  $H_5$  foram rejeitadas. No caso das variáveis alavancagem e idade do banco, trata-se de uma perda de preponderância estatística, já quanto ao determinante associado ao tamanho, não obstante a sua significância estatística, expressa um sinal oposto ao previsto. A probabilidade de um banco pagar dividendos é estatística e negativamente afetada pela variável tamanho da entidade. Por fim, a hipótese  $H_6$  é suportada pelos resultados. O estudo permite concluir que ocorreram alterações nas decisões de pagamentos de dividendos, antes, durante e depois do período de crise. A variável *dummy*, relativa à crise financeira, revelou-se estatisticamente muito significativa.

O impacto negativo da crise financeira sobre os fatores que explicam o pagamento de dividendos é especialmente significativo ao nível da rentabilidade (enfraqueceu o setor) e rácio de capital (reduziu). Além disso, deu significado estatístico às variáveis idade e tamanho das instituições. Durante e após a crise, os bancos sofreram maiores restrições, impostas pelas autoridades, ao pagamento de dividendos. Uma das variáveis específicas dos bancos é a exigência de adequação do capital ou, como neste estudo, a medida da alavancagem financeira que lhe está diretamente associada. Este indicador mostra-se estatisticamente significativo na regressão para o período pré-crise, sendo insignificante para os restantes períodos. Além disso, verificou-se uma alteração do sinal na passagem do período anterior à crise, onde apresentava uma relação positiva com a variável dependente, para um sinal negativo nos períodos subsequentes. Acresce que a idade e a dimensão tornam-se fatores significativamente explicativos dos pagamentos na fase pós-crise, sugerindo que os bancos maiores e mais jovens estão associados à retoma do pagamento de dividendos.

Embora os resultados nem sempre estejam de acordo com a literatura, as teorias da sinalização da política de dividendos e da agência e o modelo de Lintner de estabilidade dos dividendos, ajudam a compreender e a fundamentar teoricamente esses resultados.

Uma das limitações deste estudo está no tamanho da população, dada a reduzida dimensão do mercado bancário português. Esta circunstância limitou a quantidade de dados disponíveis e, conseqüentemente, o número de hipóteses que poderiam ser testadas, reduzindo desta forma a validade e confiabilidade dos resultados. É desejável o acesso a uma base de dados mais completa, com intervalos temporais mais extensos e um maior número de bancos, por forma a permitir um tratamento estatístico mais robusto. Outro aspeto a destacar prende-se com o condicionamento a que os principais bancos estiveram sujeitos nos anos pós-crise em termos de dividendos. A política explícita de retenção de resultados, imposta pelas autoridades, de algum modo pode ter enviesado os resultados obtidos.

Vários tópicos de investigação futura podem ser sugeridos. Desde logo, utilizar uma estratégia de investigação que envolva um inquérito ou a realização de entrevistas semiestruturadas, junto dos gestores bancários e acionistas/investidores, o que permitiria avaliar as perceções destes em relação às políticas de pagamento de dividendos. Um estudo desta natureza, possibilitaria traçar um quadro mais amplo da política de pagamento de dividendos dos bancos portugueses. Uma segunda possível extensão do

estudo seria investigar o impacto das práticas de alisamento sobre as políticas de pagamento de dividendos. Investigações anteriores sugerem que diferentes setores têm as suas próprias características e políticas de pagamento. Assim, uma última sugestão seria replicar este estudo em outros setores, conduzindo uma análise comparativa que ajudaria a entender as semelhanças e dissimilaridades com o setor bancário.

## **REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

---

- Abreu, J. F., & Gulamhussen, M. A. (2013). Dividend payouts: Evidence from U.S. bank holding companies in the context of the financial crisis. *Journal of Corporate Finance*, 22, 54–65.
- Acharya, V. V., & Skeie, D. (2011). A model of liquidity hoarding and term premia in inter-bank markets. *Journal of Monetary Economics*, 58(5), 436–447.
- Al Yahyae, K. (2006). *Capital Structure and Dividend Policy in a Personal Tax Free Environment: The Case of Oman*. (Doctoral). University of New South Wales.
- Al-Hunnayan, S. (2011). *The payout policy in the GCC: the case of Islamic banks* (Doctoral, Durham University).
- Al-Kayed, L. T. (2017). Dividend payout policy of Islamic vs conventional banks: case of Saudi Arabia. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 10(1), 117–128.
- Allen, F., Bernardo, A. E., & Welch, I. (2000). A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles. *The Journal of Finance*, 55(6), 2499–2536.
- Allen, F., & Michaely, R. (2002). *Payout Policy* [Center for Financial Institutions Working Paper]. Obtido de Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania.
- Anderson, D. R., Sweeney, D. J., & Williams, T. A. (2008). Statistics for business and economics. *Thomson South-Western*.
- Archbold, S., & Vieira, E. F. S. (2010). *Corporate dividend policies in bank based Systems: Survey evidence from UK and Portugal*. (1), 30.
- Ashraf, B. N., Arshad, S., Rahman, M. M., Kamal, M. A., & Khan, K. (2015). *Journal of Financial Engineering*, 02(01), 1550009.
- Auerbach, A. J., & Hassett, K. A. (2006). Dividend Taxes and Firm Valuation: New Evidence. *American Economic Review*, 96(2), 119–123.

- Baker, H. K., Farrelly, G. E., & Edelman, R. B. (1985). A Survey of Management Views on Dividend Policy. *Financial Management*, 14(3), 78–84.
- Baker, H. K., & Smith, D. M. (2006). In search of a residual dividend policy. *Review of Financial Economics*, 15(1), 1–18.
- Ball, R., Brown, P., Finn, F. J., & Officer, R. R. (1979). Dividends and the Value of the Firm: Evidence from the Australian Equity Market. *Australian Journal of Management*, 4(1), 13–26.
- Barclay, M. J., Smith, C. W., & Watts, R. L. (1995). The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(4), 4–19.
- Basse, T., Reddemann, S., Riegler, J.-J., & von der Schulenburg, J.-M. G. (2014). Bank dividend policy and the global financial crisis: Empirical evidence from Europe. *European Journal of Political Economy*, 34, S25–S31.
- Bernstein, P. L. (1996). Dividends: The Puzzle. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(1), 16–22.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and «The Bird in the Hand» Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270.
- Black, F. (1976). The Dividend Puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, 2(2), 5–8.
- Black, F., & Scholes, M. (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics*, 1(1), 1–22.
- Blanchard, O. J., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1994). What do firms do with cash windfalls? *Journal of Financial Economics*, 36(3), 337–360.
- Borokhovich, K. A., Brunarski, K. R., Harman, Y., & Kehr, J. B. (2005). Dividends, Corporate Monitors and Agency Costs. *Financial Review*, 40(1), 37–65.
- Boulton, T. J., Braga-Alves, M. V., & Shastri, K. (2012). Payout policy in Brazil: Dividends versus interest on equity. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 968–979.

- Bozos, K., Nikolopoulos, K., & Ramgandhi, G. (2011). Dividend signaling under economic adversity: Evidence from the London Stock Exchange. *International Review of Financial Analysis*, 20(5), 364–374.
- Brav, A., Campbell R., H., & Roni, M. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, (77), 483–527.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2008). Managerial Response to the May 2003 Dividend Tax Cut. *Financial Management*, 37(4), 611–624.
- Brennan, M. J. (1970). Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy, *National Tax Journal*, 12.
- Conroy, R. M., Eades, K. M., & Harris, R. S. (2000). A Test of the Relative Pricing Effects of Dividends and Earnings: Evidence from Simultaneous Announcements in Japan. *The Journal of Finance*, 55(3), 1199–1227.
- Creswell, J. W. (2003). *Research Design: Qualitative, Quantitative, and Mixed Methods Approaches*. SAGE Publications.
- Crutchley, C. E., & Hansen, R. S. (1989a). A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management*, 18(4), 36–46.
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (2006). The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 293–315.
- Dhanani, A. (2005). Corporate Dividend Policy: The Views of British Financial Managers. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(7-8), 1625–1672.
- Dickens, R. N., Casey, K. M., & Newman, J. A. (2002). Bank Dividend Policy: Explanatory Factors. *Quarterly Journal of Business & Economics*, (41), 3–12.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650–659.

- Elston, J. A. (1996). Dividend policy and investment: Theory and evidence from US panel data. *Managerial and Decision Economics*, 17(3), 267–275.
- Elton, E. J., & Gruber, M. J. (1970). Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect. *The Review of Economics and Statistics*, 52(1), 68–74.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3–43.
- Foley, F. C., Hartzell, J. C., Titman, S., & Twite, G. (2007). Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation. *Journal of Financial Economics*, 86(3), 579–607.
- Forti, C., & Schiozer, R. F. (2015). Bank dividends and signaling to information-sensitive depositors. *Journal of Banking & Finance*, 56, 1–11.
- Fuller, K. P., & Goldstein, M. A. (2011). Do dividends matter more in declining markets? *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 457–473.
- Gaver, J. J., & Gaver, K. M. (1993). Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Accounting and Economics*, 16(1), 125–160.
- Gordon, M. J. (1963). OPTIMAL INVESTMENT AND FINANCING POLICY\*. *The Journal of Finance*, 18(2), 264–272.
- Gordon, M.J. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99–105.
- Gordon, Myron J., & Shapiro, E. (1956). Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit. *Management Science*, 3(1), 102–110.
- Grullon, G., & Michaely, R. (2002). Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis. *The Journal of Finance*, 57(4), 1649–1684.
- Gunasekarage, A., & Power, D. M. (2006). Anomalous evidence in dividend announcement effect. *Managerial Finance*.

- Harford, J., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 535–555.
- Hauser, R. (2013). Did dividend policy change during the financial crisis? *Managerial Finance*, 39(6), 584–606.
- Hsiao, Y.-J., & Tseng, Y.-W. (2016). Bank Capital Regulation and Dividend Policy. *Journal of Financial Studies*, 24(3).
- Jensen, G. R., Solberg, D. P., & Zorn, T. S. (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2), 247–263.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- John, K., & Williams, J. (1985). Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium. *The Journal of Finance*, 40(4), 1053–1070.
- Julio, B., & Ikenberry, D. L. (2004). Reappearing Dividends. *Journal of Applied Corporate Finance*, 16(4), 89–100.
- Kaźmierska-Jóźwiak, B. (2015). Determinants of Dividend Policy: Evidence from Polish Listed Companies. *Procedia Economics and Finance*, 23, 473–477.
- Khang, K., & King, T.-H. D. (2006). Does Dividend Policy Relate to Cross-Sectional Variation in Information Asymmetry? Evidence from Returns to Insider Trades. *Financial Management*, 35(4), 71–94.
- Kumaraswamy, S., Aktan, B., & Hafedh Al Halwachi, Z. (2017). Why do financial services companies pay dividend? Evidence from Qatar Stock Exchange. *Investment Management and Financial Innovations*, 14(3), 389–403.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance*, 55(1), 1–33.
- Labhane, N. B., & Mahakud, J. (2016). Determinants of Dividend Policy of Indian Companies: A Panel Data Analysis. *Paradigm*, 20(1), 36–55.
- Lee, S. W. (2009). Determinants of dividend policy in Korean banking industry. *Banks and Bank Systems*, 4, 67–71.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97–113.
- Lintner, J. (1962). Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 44(3), 243.
- Lloyd, W. P., Jahera, J. S., & Page, D. E. (1985). Agency Costs and Dividend Payout Ratios. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 24(3), 19–29.
- Maldajian, C., & Khoury, R. E. (2014). Determinants of the Dividend Policy: An Empirical Study on the Lebanese Listed Banks. *International Journal of Economics and Finance*, 6(4), 240–256.
- Marfo-Yiadom, E., & Agyei, S. K. (2011). Determinants of Dividend Policy of Banks in Ghana. *International Research Journal of Finance and Economics*, 99–108.
- Mikkelson, W. H., & Partch, M. M. (2003). Do Persistent Large Cash Reserves Hinder Performance? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(2), 275–294.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411–433.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031–1051.
- Miller, M. H., & Scholes, M. S. (1982). Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence. *Journal of Political Economy*, 90(6), 1118–1141.

- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1959). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment: Reply. *The American Economic Review*, 49(4), 655–669.
- Moh'd, M. A., Perry, L. G., & Rimbey, J. N. (1995). An Investigation of the Dynamic Relationship between Agency Theory and Dividend Policy. *Financial Review*, 30(2), 367–385.
- Partington, G. H. (1985). Dividend Policy and Its Relationship to Investment and Financing Policies: Empirical Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 12(4), 531–542.
- Patra, S. (2019). *Essays in bank dividend signaling, smoothing and risk shifting under information asymmetry and agency conflict* (PhD, University of Glasgow).
- Patra, T., Poshakwale, S., & Ow-Yong, K. (2012). Determinants of corporate dividend policy in Greece. *Applied Financial Economics*, 22(13), 1079–1087.
- Petria, N., Capraru, B., & Ilnatov, I. (2015). Determinants of Banks' Profitability: Evidence from EU 27 Banking Systems. *Procedia Economics and Finance*, 20, 518–524.
- Preinreich, G. A. D. (1932). Stock Yields, Stock Dividends and Inflation. *The Accounting Review*, 7(4), 273–289.
- Redding, L. S. (1997). Firm Size and Dividend Payouts. *Journal of Financial Intermediation*, 6(3), 224–248.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249–259.
- Sage, G. H. (1937). Dividend Policy and Business Contingencies. *Harvard Business Review*, (15), 245–252.

Viswanath, P. V., Kim, Y. K., & Pandit, J. (2002). Dilution, Dividend Commitments and Liquidity: Do Dividend Changes Reflect Information Signaling? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 18(4), 359–379.

## APÊNDICES

---

## Apêndice I – Constituição da Amostra de Estudo

<b>Banco</b>	<b>Ano de Fundação</b>
Caixa Geral de Depósitos	1876
Banco Millennium BCP Investimento	1985
Banco Espírito Santo	1920
Banco Santander Totta	1988
Banco Português de Investimentos	1985
Banco Internacional do Funchal	1988
Banco Finantia	1992
Banco de Investimento Global	1999
Banco Carregosa	1833
Finibanco	1993