

**A POLÍTICA DE DIVIDENDOS:
ABORDAGEM FINANCEIRA ASSOCIADA A VARIÁVEIS QUANTATIVAS**

**DIVIDENDOS POLICY:
FINANCIAL APPROACH ASSOCIATED WITH QUANTATIVE VARIABLES**

Fernando José Janes Padilha

Universidade Lusíada de Lisboa

Orcid: 0000-0002-5686-7290

fernandojan123@gmail.com

DOI: <https://doi.org/10.34628/nk50-bs88>

Data de submissão / Submission date: 03/03/2023

Data de aprovação / Acceptance date: 29/03/2023

Resumo: À semelhança do que acontece com a problemática da estrutura do capital, a influência da política de dividendos sobre o seu valor tem suscitado um amplo e controverso debate no âmbito da literatura financeira.

Os autores Modigliani e Miller (1961) proporcionaram um especial contributo na discussão relativa à problemática da política de dividendos ao demonstrarem que num mercado de capitais perfeito, onde não existem impostos e custos de transação, a política de dividendos da empresa não afeta o seu valor, quando considerada constante a sua política de investimento e de financiamento.

Isto é, nas condições do seu modelo, a política de dividendos da empresa é irrelevante, pois a riqueza dos seus acionistas não é afetada pela parcela dos resultados líquidos gerados que lhe são distribuídos.

As conclusões de Modigliani e Miller (1961) embora não sendo aceites pela grande maioria dos académicos e dos gestores financeiros, foram assumidas como um referencial importante no desenvolvimento da investigação acerca da problemática em consideração, ao demonstrarem sob que condições a política de dividendos é irrelevante¹.

Desde então, a investigação teórica e empírica, ao abandonar a condição inicial de um mercado perfeito e assumindo imperfeições e oscilações, tem proporcionado um intenso debate no que se refere aos efeitos da política de dividendos das empresas sobre o seu valor.

Das várias teorias que surgiram após Modigliani e Miller mereceram a evidência neste estudo a teoria de agência e a teoria da sinalização.

Palavra-chave: Política de dividendos; Teoria de agência; Teoria da sinalização.

Abstract: As with the problem of capital structure, the influence of dividend policy on its value has raised a wide and controversial debate within the financial literature.

The authors Modigliani and Miller (1961) provided a special contribution to the discussion on the issue of dividend policy by demonstrating that in a perfect capital market, where there are taxes and transaction costs, the company's

1 Como é reconhecido por Brennen (1995) ao descrever a evolução a evolução da Teoria Financeira durante os últimos 25 anos, a análise dos efeitos, nas decisões financeiras das empresas, do abandono dos principais pressupostos em que as proposições de Modigliani e Miller (1958, 1961 e 1963) se basearam, constitui a base dos principais desenvolvimentos ocorridos naquela teoria.

dividend policy does not affect its value, when it considers its investment and financing policy to be constant.

That is, under the conditions of his model, the company's dividend policy is irrelevant, since the wealth of its shareholders is not affected by the share of net income generated that is distributed to it.

The conclusions of Modigliani and Miller (1961), although not accepted by the vast majority of academics and financial managers, were assumed as an important reference in the development of research on the issue under consideration, by demonstrating under what conditions the dividend policy is irrelevant².

Since then, theoretical and empirical research, by abandoning the initial condition of a perfect market and assuming imperfections and oscillations, has provided an intense debate regarding the effects of companies' dividend policy on their value.

Of the various theories that emerged after Modigliani and Miller, the agency theory and the signaling theory deserve to be highlighted in this study.

Keywords: Dividend policy; Agency theory; Signaling theory.

² As recognized by Brennen (1995) when describing the evolution of Financial Theory during the last 25 years, the analysis of the effects, on companies' financial decisions, of the abandonment of the main assumptions in which the propositions of Modigliani and Miller (1958, 1961 and 1963) were based on, constitutes the basis of the main developments that occurred in that theory.

1. Do objeto

A Política de dividendos tal como a Estrutura do Capital tem suscitado o surgimento de variadas teorias relativamente ao seu valor. E foi com o surgimento dos teoremas de Modigliani e Miller que a problemática se tornou mais evidente.

Inicialmente é exposto o modelo de Modigliani e Miller (1961) e as suas conclusões relativas à irrelevância da política de dividendos, que constitui um marco importante no dividend puzzle, assume-se como um elemento central no desenvolvimento da investigação à volta da compreensão dos efeitos da política de dividendos das empresas sobre o seu valor.

Apresentado o modelo de Modigliani e Miller e tendo sido excluídos os pressupostos iniciais que lhe estão subjacentes, abandona-se então, a hipótese de ausência de impostos. São tidos em conta os impostos sobre os rendimentos societários e dos investidores, considerando que estes últimos tratam de forma diferenciada as diferentes categorias de rendimento: dividendos e mais-valias de ações.

Como os dividendos são penalizados em termos fiscais relativamente às mais-valias de ações, teoricamente as empresas não deviam utilizar aquele meio para canalizarem o resultado por si gerado para o património dos seus acionistas. Porém, esta posição a favor da não distribuição de dividendos não tem reunido consenso por parte da investigação existente baseada em considerações de ordem fiscal.

O capítulo seguinte, debruça-se sobre a análise das decisões relativas à distribuição de resultados sob a forma de dividendos, tendo em consideração as relações de agência. Em particular, é realçado o papel dos dividendos na gestão de conflitos de interesses, resultantes da separação entre o proprietário do capital próprio e a condução dos destinos da sociedade, por um lado, e dos que resultam das relações de agência entre credores e acionistas, por outro.

O último capítulo explora a hipótese do efeito de sinalização e do conteúdo informativo da política de dividendos da empresa. Em particular, é dada especial atenção aos principais modelos que têm dado fundamento teórico àquela hipótese, bem como aos trabalhos que têm procurado testar, em diferentes contextos, as previsões de tais modelos no que concerne ao potencial uso das alterações na política de dividendos, com o sentido de os administradores transmitirem ao mercado as suas perspetivas quanto ao valor futuro da empresa.

2. Política de Dividendos

Não obstante os esforços de modelização que têm sido propostos e os trabalhos de validação empírica que lhes têm sucedido, a decisão de distribuir resultados continua ainda hoje a ser alvo de forte controvérsia entre os investigadores.

A política de dividendos é uma das mais importantes pesquisas na área das finanças. Vários autores estudam o porquê, das empresas pagarem uma parte substancial dos seus ganhos como dividendos se, de acordo com o estudo sobre a irrelevância destes lucros, de Miller e Modigliani (1961), a política de dividendos não altera a riqueza dos acionistas, num mercado perfeito e completo. É, então, por este motivo, que tudo isto é conhecido como “dividend puzzle” (Black, 1976).

Como é genericamente aceite pela literatura existente, o principal contributo para o desenvolvimento da discussão relativa à problemática da política de dividendos deve-se ao trabalho de Miller e Modigliani (1961). Estes autores, à semelhança do que aconteceu com a problemática da estrutura do capital, rompem com o pensamento em curso.

2.1. O Modelo de Modigliani e Miller

Os autores Modigliani e Miller (1961) da mesma forma que reagiram com a problemática da estrutura do capital em 1958, romperam com o pensamento existente. As conclusões dos autores, embora não sendo bem aceites pela grande maioria dos académicos e dos gestores financeiros, foram assumidas como referencial importante no desenvolvimento da investigação acerca da problemática, ao demonstrarem sob que condições a política de dividendos é irrelevante.

Acredita-se hoje que Franco Modigliani e Merton Miller deram um importante contributo na discussão em torno da influência da política de dividendos no valor da empresa, ao escreverem, em 1961, um artigo intitulado “Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares”, que continua a ser citado em muitos trabalhos relativos a esta temática.

Neste artigo demonstraram que num mercado de capitais perfeito, onde não existem impostos e custos de transação, a política de dividendos da empresa é irrelevante, pois a riqueza dos seus acionistas não é afetada pela parcela dos resultados líquidos gerados que lhes são distribuídos.

Os pressupostos em que a defesa de Modigliani e Miller se apoiam foram considerados, no entanto, como bastante restritivos:

- Os mercados de capitais são avaliados como perfeitos, o que significa que nenhum investidor pode influenciar o preço de mercado das ações e que a informação relevante está disponível para todos, não tem custos e é simétrica para os intervenientes, sem custos de transação;

- Sem impostos e os títulos são divisíveis, existe ausência de incerteza, ou seja, cada investidor conhece os lucros futuros esperados por cada empresa e os seus programas de investimento.

No modelo de Modigliani e Miller (1963), são consideradas apenas empresas não endividadas e com uma categoria de títulos, ações, para evitar a potencial confusão entre política de financiamento e política de dividendos. Assim, o preço de cada ação comum devia ser tal que a rendibilidade esperada de uma ação (dividendos e mais valias) seria idêntica para todas as ações da empresa no mercado em qualquer intervalo de tempo.

Dado que a decisão de distribuição de dividendos pode afetar o valor da empresa por duas vias conflituosas, ou seja, diretamente através do montante de dividendos pagos e indiretamente através do valor de novas ações, Modigliani e Miller (1958) concluem então:

- O valor da empresa é determinado apenas pela sua capacidade de gerar resultados (rendibilidade dos investimentos), não sendo relevante a forma como estes são aplicados (retenção de resultados ou distribuição de dividendos);
- O pagamento de dividendos, dadas as decisões de investimento e de financiamento da empresa, não é relevante para o investidor que pode, através da compra ou venda das suas ações, reproduzir qualquer fluxo de dividendos;
- A política de dividendos, seguida pela empresa não influencia o seu valor de mercado, o que significa que todas as políticas de dividendos são equivalentes, uma vez que a empresa não pode criar valor pela combinação entre dividendos e resultados retidos.

A premissa essencial de Modigliani e Miller (dividend irrelevance proposition) considera que a política de investimento é independente da política de dividendos e é essa vertente que determina os resultados e os futuros fluxos de caixa. O valor da empresa depende apenas da capacidade económica dos seus ativos reais para gerar fluxos de caixa operacionais e do nível de risco inerente, e não da forma como os resultados gerados são repartidos entre dividendos e resultados retidos.

Quanto ao financiamento do crescimento da empresa, este pode ser feito mantendo ou aumentando os dividendos, através da emissão e venda de novas ações ou diminuindo os dividendos e financiando os investimentos através dos lucros retidos.

No seu estudo, os autores consideram que a empresa é financiada exclusivamente por capitais próprios. Todavia, a tese de neutralidade dos dividendos sobre o valor da empresa permanece válida mesmo quando estes são suportados por recurso ao endividamento.

Para Modigliani e Miller, recorrendo a um instrumento de arbitragem, e das as hipóteses assumidas, o valor da empresa é independente da sua estrutura do capital. Assim, a forma de financiamento assumida com vista à distribuição de dividendos não influencia o valor da empresa.

Os investidores podem conseguir sempre gerar os fluxos de rendimento pretendidos arbitrando entre a venda e a compra de ações. Dada a política de investimentos de uma empresa, a taxa de distribuição de resultados escolhida não consegue influenciar as cotações das ações, nem os rendimentos dos acionistas.

Como na hipótese simplificada proposta por Modigliani e Miller (1958), o valor da empresa apenas depende dos lucros futuros esperados e da sua afetação (política de investimentos), duas empresas em tudo iguais, exceto na política de dividendos têm o mesmo valor de mercado, desde que não sejam considerados os impostos sobre as pessoas singulares e os custos de transação.

Os autores Modigliani e Miller (1958) concluem então que, se os mercados forem perfeitos e os investidores racionais, o valor de mercado das empresas depende da rendibilidade potencial dos seus ativos e da sua política de investimentos e não da política de financiamento.

“Em síntese, dadas as premissas de mercado de capitais perfeitos, os fluxos de caixa futuros da empresa, com origem nas atividades de investimento, são o único determinante do valor da empresa. Logo, a política de pagamento de lucros deve, portanto, ser independente do valor da empresa” (Bishop, *et al.*, 2000).

Conclusão

Ao abandonar-se a hipótese de ausência de impostos, assumida no modelo de Modigliani e Miller (1961), e ao reconhecer-se a impossibilidade de os sistemas fiscais garantirem uma perfeita neutralidade fiscal das diferentes formas de que as empresas se podem apoiar para fazerem chegar ao património dos seus investidores os resultados por si gerados, permitiu o surgimento de nova problemática acerca dos efeitos destas imperfeições do mercado na condição da política de dividendos das empresas.

Em particular, tem-se discutido, fundamentalmente, os efeitos que uma tributação diferenciada, em sede de imposto pessoal, das diferentes categorias de rendimentos (dividendos e mais-valias de ações) podem exercer na avaliação que os investidores fazem dos dividendos e das mais-valias de ações e, consequentemente, na orientação da própria política de dividendos das sociedades, contribuindo, por isso, para resultados inconclusivos a que a investigação teórica e empírica tem vindo a ser conduzida.

No domínio da investigação empírica, os resultados a que os diferentes trabalhos têm vindo a ser conduzidos têm-se mostrado igualmente contraditórios.

Enquanto uns, ao observarem uma queda da cotação das ações inferior ao montante dos dividendos à volta da data em que se tornam ex-dividend, interpretam estes resultados como indicativos da preferência dos investidores pelas mais-valias de ações relativamente aos dividendos, outros obtêm mesmo resultados contraditórios, nomeadamente no que se refere à relação entre o dividend yield e a taxa de rendibilidade exigida.

Apesar desta problemática, os defensores dos efeitos fiscais sobre a política de dividendos ganham alguma força face aos resultados obtidos nos estudos empíricos que têm procurado analisar tais efeitos à volta dos momentos em que ocorrem alterações significativas e pontuais na legislação fiscal relativa à tributação dos dividendos e das mais-valias de ações.

As conclusões retiradas destes estudos, apesar de não serem totalmente consensuais, suportam, a tese dos efeitos fiscais na forma como os investidores avaliam os dividendos e as mais-valias de ações e na condução por parte das empresas, na sua política de dividendos.

O foro fiscal não esgota todas as razões que permitem compreender porque os investidores apreciam os dividendos e as empresas os distribuem. Entre essas razões, evidencia-se, o efeito disciplinador que os mesmos podem exercer na utilização dos resultados gerados pela empresa por parte dos seus administradores.

2.2. Teoria de Agência

São analisada as decisões relativas à distribuição de resultados sob a forma de dividendos, tendo em consideração as relações de agência. As decisões enquanto mecanismo que pode ser utilizado para reduzir os conflitos de interesses resultantes das relações de agência que se estabelecem no seu seio, segundo Jensen e Meckling (1976), a saber: relações entre acionistas e administradores e entre acionistas e credores.

Em particular, é realçado, o papel dos dividendos na gestão de conflitos de interesses, resultantes da separação entre a propriedade do capital próprio e a condução dos destinos da sociedade, por um lado, e dos que resultam das relações de agência entre credores e os acionistas, por outro.

2.2.1. Conflito de interesses entre acionistas e administradores

As decisões relativas à distribuição de resultados gerados pela empresa sob a forma de dividendos, em alternativa à sua retenção, podem gerar, sempre que existe uma separação entre propriedade e a gestão, conflitos de interesses entre acionistas e administradores, pelas circunstâncias dos efeitos que tais decisões exercem no padrão de preferências de cada uma das partes.

Como é sublinhado por Pacheco (1999, pp. 232-233), os administradores, ao contrário da grande maioria dos acionistas, preferem, geralmente, a retenção dos resultados por quatro motivos fundamentais:

- Evita a sujeição à disciplina dos mercados de capitais, ao proporcionar-lhes capacidade de autofinanciamento, e os torna autônomos dos acionistas;
- Permite recursos que podem ter uma utilização desmedida e o investimento em projetos com o propósito de fazer crescer a empresa, para além da dimensão ótima, com vista ao acréscimo da remuneração e prestígio;
- Aversão ao risco típico da gestão;
- Evita a penalização na cotação das ações, no caso de se confrontarem com a necessidade de redução inesperada dos dividendos.

Ao reconhecer os motivos que se encontram na base dos diferentes padrões de preferências dos acionistas e administradores, no que se refere à definição da política de dividendos, proporciona que se compreenda o papel potencial de tal política na redução dos conflitos de interesses que emergem das relações de agência entre ambas as partes.

Rozeff (1982) sustentou que a distribuição de dividendos se, por um lado, contribui para a minimização dos custos de agência do capital próprio (custo que resultam dos conflitos de interesses entre acionistas e administradores), por outro, dadas as imperfeições que caracterizam os mercados, acresce significativamente os custos de transação originados pela necessidade de recurso ao mercado, para compensar as necessidades de financiamento que a distribuição de dividendos origina.

O autor considera, por isso, a existência de uma política de dividendos ótima determinada pelo trade-off entre os custos de agência do capital próprio e os custos de transação.

Desta forma, uma política de dividendos mais extensiva limita os conflitos resultantes da relação de agência em análise, dado que submete os administradores à disciplina dos mercados financeiros, eleva o risco financeiro das empresas e constitui um mecanismo de redução do free cash-flow.

2.2.2. Conflito de interesses entre acionistas e credores

Se, por um lado, a distribuição de dividendos pode ser utilizada para minimizar os conflitos de interesse entre administradores e acionistas, por outro, contribui para agravar os conflitos de interesses entre estes últimos e os credores.

A razão para que tal aconteça encontra o seu fundamento na desigualdade de direitos sobre os resultados das diferentes operações da empresa. Enquanto os acionistas apenas participam no valor de liquidação da empresa depois de serem satisfeitas todas as suas obrigações perante os credores, estes últimos de uma forma geral vêm a satisfação dos seus direitos, em caso de falência, condicionada pela disponibilidade de bens e direitos cujo valor supere, ou pelo menos iguale, o valor dos seus créditos.

Esta assimetria de direitos sobre o valor da empresa, além de constituir a principal razão da relação de agência existente entre acionistas e credores, torna a política de dividendos particularmente importante na gestão dos conflitos e, conseqüentemente, na minimização dos seus custos, em virtude das suas diferenças de posição face aos ganhos potenciais da empresa resultantes das decisões financeiras que no seio da mesma são tomadas.

Estas diferenças de posição, fundamentadas na assimetria de objetivos, possuem implicações importantes na política de dividendos ótima da empresa, na perspectiva de ambas as partes.

Como refere Lease et al (1999, p. 76), os acionistas pretendem sempre uma política de dividendos generosa. Em sentido contrário, os credores preferem a não distribuição de dividendos, nomeadamente quando o rácio endividamento da empresa é elevado, pois esta implica um acréscimo no rácio de endividamento da empresa ou liquidação de ativos.

A distribuição de dividendos, ao reduzir a capacidade financeira da empresa para fazer face às dívidas, diminui o valor dos títulos da dívida pela condição do acréscimo do seu risco não antecipado dos credores.

Assim, qualquer decisão que aumente o risco da empresa (por ex. a distribuição de dividendos), contribui para melhorar a posição dos acionistas e deteriorar a dos credores.

Esta possibilidade de transferência de riqueza dos credores para os acionistas é frequentemente apontada como a principal razão da necessidade sentida pelos primeiros de introduzirem nos contratos de empréstimos cláusulas que restrinjam a distribuição de dividendos.

Como sublinham Lease et al. (1999 et al, p. 86), apesar de a investigação empírica não ser totalmente consensual, dos trabalhos que se têm concentrado no estudo da reação dos investidores face ao anúncio de dividendos resulta no geral que, quer os acionistas, quer os credores, reconhecem que os dividendos constituem um meio para transferir ativos, sobre os quais existem direitos comuns, para a propriedade exclusiva dos acionistas.

Conclusão

A teoria de agência ao reconhecer que as empresas modernas são estruturas cada vez mais complexas, onde coabitam diferentes partes (administradores, trabalhadores e investidores), cujos interesses muitas das vezes são divergentes, fornece uma explicação para a distribuição de dividendos.

Apesar de ser difícil enumerar os potenciais conflitos de interesses que podem resultar das decisões da empresa, a teoria de agência tem procurado explicar as decisões relativas à estrutura do capital e à distribuição de dividendos, concentrando-se, essencialmente, nos conflitos de interesses que tais decisões

podem provocar nas relações de agência mais importantes que se estabelecem no seio da empresa: relações entre administradores e acionistas, por um lado, e entre credores e acionistas, por outro.

A distribuição de dividendos, à luz da teoria de agência constitui um mecanismo que pode ser utilizado para atenuar os conflitos que eventualmente podem resultar das relações de agência entre acionistas e administradores. Neste sentido, a literatura tem avançado com argumentos de diferentes tipos para justificar uma política de dividendos generosa, especialmente quando a probabilidade de ocorrência de tais conflitos é elevada.

Tendo como argumento a sujeição dos administradores à disciplina imposta pelos mercados de capitais, acresce o risco financeiro da empresa de acordo com o interesse dos primeiros, contrariando a aversão ao risco por parte dos administradores, e contribuem para reduzir o free cash-flow disponível, cuja utilização por parte dos administradores poderá ser duvidosa à luz dos interesses dos acionistas.

No campo da investigação empírica se, por um lado, existe um amplo consenso no que se refere às potencialidades da distribuição de dividendos na redução dos conflitos de interesse entre acionistas e administradores, o mesmo não pode dizer-se no que diz respeito aos estudos empíricos que se têm concentrado na análise dos efeitos de tais decisões sobre os conflitos que resultam das relações de agência entre acionistas e credores, que assumem especial importância, nomeadamente, em empresas de capital fechado.

Neste sentido, a investigação tem sido menos conclusiva, pois não tem conseguido provar, de forma inequívoca, que a distribuição de dividendos contribui para que se processe uma transferência de riqueza dos credores para os acionistas.

2.3. Teoria da Sinalização

Neste capítulo explora-se a hipótese do efeito de sinalização e do conteúdo informativo da política de dividendos da empresa. Em particular, dá-se especial atenção aos principais modelos que têm dado fundamento teórico àquela hipótese, bem como aos trabalhos que têm procurado testar, em diferentes contextos, as previsões de tais modelos relativas ao potencial uso das alterações na política de dividendos, para assim os administradores transmitirem ao mercado as suas perspetivas quanto ao valor futuro da empresa.

2.3.1 – Argumentação Teórica

Embora a hipótese do conteúdo informativo da política de dividendos da empresa possa ser encontrada em estudos anteriores ao de Modigliani (1961), ela começa a ganhar importância com este trabalho, onde os autores argumentam que a reação da cotação das ações da empresa face ao anúncio de alterações

significativa dos dividendos não revela a preferência dos investidores por dividendos, relativamente aos ganhos de capital, mas sim que os mesmos valorizam a capacidade de a empresa gerar resultados no futuro capazes de sustentarem aquela alteração.

Apesar de atribuído a Ross (1977) o mérito de ser um dos primeiros investigadores a apresentar um modelo de sinalização assente nas decisões de estrutura do capital, e por extensão nas decisões de dividendos, Bhattacharya (1979) foi um dos autores que primeiro utilizou a teoria do sinal para dar corpo teórico à ideia do conteúdo informativo dos dividendos.

Desenvolveu um modelo onde as alterações não antecipadas nos dividendos distribuídos, sinalizam aos investidores a qualidade dos projetos que a empresa possui em carteira, o que permite a estes determinar o valor de equilíbrio da empresa.

Porém, Miller e Rocker (1985) propõem um modelo de sinalização que assenta no dividendo líquido, combina os efeitos do anúncio da alteração da política de dividendos com o da emissão de fontes de financiamento externo (emissão de novas ações e de dívida).

No modelo criado, considera-se que os administradores possuem um maior conhecimento dos resultados das empresas e que podem utilizar as políticas de dividendos e de investimento para sinalizarem ao mercado os suplementos de informação que possuem.

Demonstram, também, sob a condição de algumas hipóteses, que a existência de um equilíbrio de sinalização supõe que alguns projetos com VAL positivo possam ser rejeitados, ao contrário do que acontece numa situação em que não existem assimetrias de informação. As perdas de valor da empresa que resultam deste sub-investimento são consideradas pelos autores como custos de sinalização.

Deste modo, os autores concluem que a comunicação da alteração da política de dividendos da empresa possui efeitos na cotação dos títulos e, por consequência, no valor da empresa. Para o efeito, comparam o seu valor antes e após o anúncio. Os resultados permitem aos autores admitir uma situação de equilíbrio do mercado potencial, onde as empresas com maior capacidade para gerar resultados no futuro distribuem mais dividendos no presente.

Neste contexto, a teoria da sinalização sugere que os dividendos transmitem informação dos resultados futuros, ou seja, aumentos dos dividendos sinalizam aumentos nos resultados futuros (Bhattacharya, 1979; Miller e Rock, 1985).

Numa modelização mais recente, iniciada por Brick, Frierman e Kim (1998) e aprofundada por Luo, Brick e Frierman (2002), pressupõe-se que os administradores utilizam uma combinação de vários mecanismos de sinalização (investimento, endividamento, emissão de novas ações e dividendos), para transmitir ao mercado os suplementos de informação que possuem, isto é, a avaliação que fazem da empresa face à informação privilegiada que detêm.

Ao contrário de muitos modelos de sinalização (Luo, Brick e Frierman, 2002) distinguem as assimetrias de informação relativas à média dos cash-flows

esperados daquelas que se prendem com a estimativa da sua variância. Esta separação conduziu os autores a concluir que a escolha dos meios de sinalização utilizados pelos administradores, para transmitir aos investidores os suplementos de informação que possuem, depende da importância relativa de cada uma daquelas assimetrias de informação.

Por exemplo, de acordo com o modelo proposto, os administradores das empresas de maior dimensão devem utilizar a emissão de novas ações e, simultaneamente, distribuir dividendos para sinalizar ao mercado a avaliação que fazem da mesma, isto é, se as assimetrias de informação entre as duas partes se refletirem na estimativa da variância dos cash-flows esperados da empresa.

Os trabalhos até então mencionados revelam grandes dificuldades em explicar a estabilidade dos dividendos quando as perspectivas de rentabilidade da empresa se alteram com frequência.

2.3.2. Argumentação empírica

Apesar de no domínio teórico existir um amplo consenso no que respeita ao efeito de sinalização e ao conteúdo informativo dos dividendos, no campo de investigação empírica tem-se observado resultados contraditórios, em alguns pontos.

Se por um lado, a grande maioria destes estudos tem evidenciado que uma alteração dos dividendos provoca uma reação de igual sentido na cotação das ações, o que é consistente com a hipótese do efeito sinalizador dos dividendos, por outro, tem também revelado resultados que colocam em causa esta mesma hipótese.

Numa primeira fase, os principais trabalhos têm analisado a relação entre as alterações não antecipadas na política de dividendos e a reação da cotação das ações à volta da data do anúncio de tais alterações. Os principais trabalhos que têm analisado numa primeira fase a relação entre as alterações não antecipadas na política de dividendos e resultados e a reação da cotação das ações à volta da data do anúncio de tais alterações.

Numa segunda fase são reforçado os estudos que se têm concentrado, fundamentalmente, na análise da relação entre as mesmas alterações e os resultados/cash-flows obtidos em períodos anteriores/posteriores.

Por fim, são apresentadas as conclusões de outros trabalhos que se têm concentrado, igualmente, no teste à hipótese do conteúdo informativo dos dividendos, segundo as mais variadas linhas de abordagem.

O efeito do anúncio da alteração da política de dividendos na cotação das ações

Um grande número de estudos empíricos tem-se centrado na análise do comportamento da cotação das ações à volta da data em que as entidades emittentes anunciam alterações significativas na distribuição (ex. alterações da política

de dividendos, iniciação ou omissão de dividendos especiais), com o intuito de averiguar se a reação da cotação das ações, vulgarmente observada, se encontra associada ao sinal e à dimensão daquelas alterações.

A maioria desses estudos tem revelado que as ações das empresas que anunciaram um acréscimo (decrécimo) dos seus dividendos registaram uma valorização (desvalorização) anormal à volta da data do anúncio, enquanto demonstram que a reação negativa do mercado à informação menos positiva é razoavelmente forte e relativamente robusta.

Nesta linha são de destacar, entre outros, os trabalhos de Petit (1972), Brickley (1983), Kane et al. (1984), John e Lang (1991), DeAngelo et al. (2000). Produzidos no contexto do mercado de capitais norte-americano, Tsoukalas (1999), Fukuda (2000) para o mercado japonês, Dumontier (1985) para o mercado francês e de Chen et al. (2002) para o mercado chinês.

O autor Petit (1972), ao analisar a reação da cotação das ações de uma amostra de 135 empresas que anunciaram alterações dos seus dividendos, observou uma variação anormal média acumulada, estatisticamente significativa, de 0,935% (-3,69%) na cotação das ações quando considerado o dia do anúncio do acréscimo (decrécimo) dos dividendos e o dia seguinte. Posteriormente constatou que as alterações significativas (positivas e negativas) ocorreram com particular frequência naqueles dois dias.

Quando analisadas as alterações registadas na cotação das ações, tendo em consideração os escalões de variação dos dividendos em que a amostra foi estratificada, o autor obteve resultados que, no geral, evidenciaram que a variação da cotação é tanto maior quanto maior é a alteração dos dividendos.

Estes resultados, para além de evidenciarem que o mercado de títulos é eficiente na incorporação de informação disponível, são interpretados como consistentes com a hipótese de que o anúncio da alteração na distribuição de dividendos transmite uma informação substancial.

Neste sentido vai Charest (1978) ao analisar uma amostra mais ampla (1720 anúncios de acréscimos e decréscimos de dividendos) com o propósito de avaliar a eficiência do mercado de capitais.

Na incorporação da informação disponível, observou variações anormais médias acumuladas de 3,18% (-1,36%) na cotação das ações no mês subsequente à data dos anúncios dos acréscimos (decrécimos) dos dividendos.

Kalay e Lowenstein (1986) analisaram a reação da cotação das ações face ao anúncio da distribuição de dividendos, considerando o timing em que este ocorreu. Considerando uma amostra de 148 anúncios de distribuição e dividendos, que durante o ano de 1981 ocorreram desfasados no tempo face à grande maioria dos anúncios (72 ocorreram cedo e 76 tarde) observaram que a cotação das ações das empresas que cedo procederam ao anúncio da distribuição de dividendos reagiu favoravelmente (+0,331%), à volta da data do anúncio, ao contrário do que aconteceu à cotação dos títulos das empresas em que tal anúncio ocorreu tarde. (-0,124%).

Esta diferença de resultados levou os autores a concluir que o timing do anúncio dos dividendos possui, também, algum conteúdo de informativo: o diferimento no tempo do anúncio da distribuição dos dividendos veicula informação negativa aos investidores conscientes de que o efeito sinalizador atribuído à variação dos dividendos pode encontrar-se enviesado pela influência que eventualmente poderá sofrer do anúncio das variações não antecipadas ocorridas nos resultados.

Kane et al. (1984), apesar de reconhecerem que é difícil separar, na prática, o efeito do anúncio da alteração dos dividendos e dos resultados na cotação das ações, pois existe interação entre eles, constataram que a alteração observada na cotação das ações possui o sinal de variação não antecipada registrada nos dividendos.

Em particular, os autores constataram que quando os resultados anunciados são inferiores aos antecipados a reação da cotação das ações é positiva, no caso de uma variação positiva não antecipada dos dividendos. Sendo negativa no caso de se registrar uma variação nos dividendos, mesmo quando os resultados anunciados se afastam positivamente dos antecipados. Dumontier (1985) obteve uma conclusão semelhante no contexto do mercado francês.

Investigação empírica mais recente, ao mesmo tempo, que explora os efeitos na cotação das ações da possível interação entre o anúncio dos resultados e dos dividendos, tem procurado incluir na análise outros aspetos que potencialmente podem influenciar a avaliação pelos investidores das alterações ocorridas nos dividendos e, conseqüentemente, a cotação das ações à volta da data do seu anúncio.

Nessa linha, Toukalas (1999) e Tsoukalas e Sil (2000) analisaram ao longo do período compreendido entre 1955 e 1997, no contexto do mercado japonês e do Reino Unido, respetivamente, a capacidade de previsão de algumas das variáveis consideradas como determinantes da cotação das ações, no estudo da capacidade revelada pelas alterações não antecipadas dos dividendos em termos de previsão de tais cotações.

Os resultados obtidos, em ambos os trabalhos, fornecem suporte às hipóteses de sinalização pelos dividendos e da eficiência dos mercados, na explicação da evolução da cotação das ações observadas.

Hodgkinson (2002) analisou a reação dos investidores face ao sinal que lhes é transmitido pelo anúncio dos resultados e da alteração da política de dividendos por parte das empresas do Reino Unido, país onde o sistema fiscal permite para eliminar a dupla tributação dos dividendos, o desconto do imposto societário suportado aquando da distribuição de dividendos ao imposto apurado no final do exercício económico.

Neste contexto, admitindo um trade-off entre os custos fiscais e os benefícios dos veículos utilizados pelos administradores para sinalizarem ao mercado os suplementos de informação que possuem, o autor defende que é de esperar uma reação dos investidores, face ao sinal que lhes é transmitido pelo anúncio de

uma alteração não esperada na política de dividendos da empresa, condicionada pelo sinal transmitido pela divulgação dos resultados e pela situação fiscal em que a empresa se encontra.

Recorrendo a uma amostra de 607 anúncios de alterações de dividendos ocorridos entre março de 1988 e abril de 1991, sendo que, à data do anúncio, 113 das empresas se encontravam numa situação de *surplus advanced corporate tax*, enquanto 494, não.

O autor, ao testar a sua hipótese, conclui que o impacto da situação de *surplus advanced corporate tax* da empresa na cotação das suas ações é positivo se a surpresa revelada ao mercado pelo anúncio da alteração dos dividendos for acompanhada de uma variação positiva dos resultados. Se, pelo contrário, a surpresa revelada aos investidores pela divulgação dos resultados é negativa, a capacidade de os dividendos revelarem informação ao mercado parece sobrepor-se à importância do conhecimento da situação fiscal em que a empresa se encontra.

A par dos estudos empíricos que têm analisado o efeito da alteração de dividendos regulares na cotação das ações, uma outra linha de investigação tem-se concentrado no estudo das repercussões das variações extremas dos dividendos (iniciação, omissão e dividendos especiais) nessas mesmas cotações.

John e Lang (1991) analisaram, no contexto do mercado de capitais norte-americano, a reação à volta da data do anúncio da iniciação dos dividendos. Tendo por base uma amostra de 265 anúncios, ocorridos ao longo do período compreendido entre 1975 e

1985, os autores começaram por observar uma reação da cotação das ações de +3,23% à volta da data do anúncio.

Posteriormente, separaram das restantes as empresas em que o anúncio foi acompanhado por *insider selling*. Neste grupo de empresas constataram que a reação das cotações ficou abaixo 2,2% daquela que foi registada nas restantes empresas da amostra. Estes resultados, na interpretação dos autores, corroboram a hipótese de que o *insider trading* constitui um meio de sinalização quando considerado em simultâneo com o anúncio do acréscimo (iniciação) dos dividendos.

Mais recentemente, DeAngelo et al. (2000), recorrendo a duas metodologias distintas (estudo de eventos e análise de regressão), reanalisaram a reação da cotação das ações das empresas cotadas na NYSE que procederam ao anúncio da distribuição de dividendos especiais durante o período compreendido entre a segunda metade de 1962 e 1995.

Os resultados obtidos, apesar de evidenciarem que a cotação das ações reage favoravelmente nos três dias subsequentes ao anúncio da distribuição de dividendos especiais, revelam, também, uma reação não sistemática do mercado face à dimensão dos dividendos especiais anunciados.

Paralelamente, quando foi considerada a metodologia de estudo de eventos, os resultados obtidos indicaram que, apesar de o anúncio dos dividendos especiais constituir uma boa notícia para o mercado, a informação que veicula é relativamente pequena.

Cash-flows passados, presentes e futuros

A par dos estudos empíricos que têm testado a hipótese do efeito sinalizador dos dividendos através da análise do comportamento da cotação das ações à volta da data do anúncio da sua alteração, uma corrente alternativa de trabalhos tem procurado averiguar em que medida as alterações dos dividendos refletem a performance financeira da empresa passada e presente e traduzem as expectativas dos administradores quanto à performance futura, isto é, se as alterações dos dividendos são precedidas e indicativas de alterações de igual sentido dos resultados ou dos cash-flows.

Neste sentido, DeAngelo et al. (1992) analisaram as alterações dos dividendos, ao longo do período compreendido entre 1980 e 1985, de uma amostra de 167 empresas cotadas na NYSE que registaram prejuízos no passado, comparando essas alterações com as ocorridas num outro grupo, constituído por 440 empresas consistentemente lucrativas. Os resultados obtidos revelaram que, da totalidade das empresas com prejuízos, apenas 50,9% reduziram os seus dividendos, percentagem que desceu para 1% quando foi considerado o grupo de empresas lucrativas.

Em face destes resultados, os autores concluíram que os prejuízos são uma condição necessária, mas não suficiente, para as empresas procederem a cortes nos dividendos. Em consequência, a sua análise revelou, ainda que, a redução dos dividendos ocorre com mais frequência nas empresas com resultados operacionais relativamente mais negativos, a sua probabilidade de ocorrência é tanto maior quanto maior for a persistência dos prejuízos e, a redução dos dividendos é menos acentuada quando tem origem em razões extraordinárias.

O desenvolvimento da análise levou os autores a concluir que se as alterações dos dividendos possuírem um conteúdo informativo, este é específico, isto é, tal conteúdo deve-se ao facto de que o conhecimento da redução dos dividendos proporciona informação acerca dos resultados presentes e da sua retenção, e por via desta informação é melhorada a capacidade de previsão dos resultados futuros da empresa.

Num estudo posterior, os mesmos autores (DeAngelo et al., 1996), analisaram mais de perto a relação entre as alterações ocorridas nos dividendos e os resultados futuros de uma amostra de 145 empresas cotadas na NYSE, cujos resultados anuais registaram uma variação negativa após nove ou mais anos de crescimento consecutivo. Os resultados obtidos, apesar de evidenciarem uma reação média positiva (negativa) na cotação das ações face ao anúncio do crescimento (decrécimo) não antecipado dos dividendos, embora com magnitudes relativas muito pequenas (inferiores a 1%), não corroboram a hipótese de que as decisões relativas à política de dividendos contribuem para distinguir as empresas face aos seus resultados futuros.

Distribuição de dividendos, segundo os autores, tende a não constituir um meio de sinalização mais confiável por duas razões fundamentais:

- É sujeita a enviesamento por parte dos administradores, nomeadamente, quando as oportunidades de crescimento da empresa são fracas;
- O compromisso que o acréscimo de distribuição representa para os administradores, ao restringir a sua predisposição para a adoção de tal comportamento, enfraquece a credibilidade do sinal transmitido ao mercado pelo acréscimo dos dividendos.

2.3.3. Outros testes empíricos

Embora a grande maioria dos estudos que têm sido desenvolvidos com o intuito de testar a hipótese do conteúdo informativo dos dividendos, enquanto determinante do processo da tomada de decisão em matéria de distribuição de resultados e sua retenção, esteja vocacionada no estudo do comportamento da cotação das ações, à volta da data do anúncio da alteração dos dividendos, bem como na alteração da performance futura da empresa, não esgota o esforço que tem sido desenvolvido nesse domínio.

Outras linhas de investigação têm testado, de forma idêntica, a hipótese do conteúdo informativo dos dividendos, através do estudo:

- Do padrão do volume de transações à volta da data do anúncio da alteração dos dividendos (Richardson et al., 1986);
- Da revisão das previsões dos analistas financeiros (Ofer e Siegel, 1987; Gombela e Liu, 1999);
- Da alteração do risco dos títulos, perceptível pelos investidores, face ao anúncio da alteração dos dividendos (Venkatesh, 1989 e Grullon et al., 2002);
- Do “insider trading”, à volta da data do anúncio da alteração (Born, 1988; John e Lang, 1991).

Concentrando a sua análise no estudo da revisão das previsões dos analistas financeiros face ao anúncio da distribuição de dividendos não antecipados, Ofer e Siegel (1987) e Carrol (1995) apresentaram evidência empírica onde se sugere que os analistas financeiros revêm as previsões dos resultados futuros da empresa em função da informação que lhes é transmitida para alterações inesperadas dos dividendos.

Em particular, segundo os resultados obtidos para aqueles estudos, a revisão das previsões dos analistas encontra-se positivamente relacionada com a dimensão das alterações inesperadas dos dividendos.

Esta evidência foi contestada por Lang e Litzenberger (1989), ao não encontrarem qualquer relação sistemática entre ambos os eventos.

Uma outra linha de investigação tem procurado analisar a relação entre as alterações dos dividendos e do risco sistemático da empresa, tendo como objetivo perceber a informação que é transmitida ao mercado por tais alterações.

Nesse sentido, Venkatesh (1989), recorrendo a uma amostra de 72 iniciações de dividendos, sustenta que o risco (perceptível pelos investidores), das empresas diminui com a distribuição de dividendos. Este resultado é corroborado por Dyl e Weigand (1998), ao estudarem o efeito da iniciação dos dividendos no risco dos títulos, e mais tarde por Gullon et al. (2002) ao concentrarem a sua análise nas alterações significativas (acréscimos e decréscimos) dos dividendos regulares de uma amostra de empresas cotadas na NYSE ou na AMEX, durante o período compreendido entre 1987 e 1993.

Em alguns trabalhos, observaram uma redução do risco das ações das empresas que iniciaram uma política de distribuição de resultados pela via dos dividendos:

- A variância baixou de 0,001329 para 0,001138 e o beta de 1,397 para 1,218.

Noutros é evidenciado que o decréscimo do risco da empresa associado ao acréscimo dos seus dividendos, se manifestou, não apenas através da redução do risco sistemático das suas ações, mas também pelo melhoramento dos seus rácios de endividamento.

Consequentemente, os seus resultados ao evidenciarem que a reação positiva inicial observada na cotação das ações, face ao anúncio do acréscimo dos dividendos, se encontra fortemente associada ao declínio do risco subsequente a tal anúncio.

Mais recentemente, a modelização iniciada por John e Mishra (1990) e retomada por John e Lang (1991), ao incluir nos modelos de sinalização por dividendos a possibilidade de transação de títulos da empresa por parte dos seus administradores, permite concluir que a extensão com estas operações são efetuadas e o conhecimento dos investidores, constitui uma componente importante do conjunto dos sinais (incluindo os dividendos) que podem ser usados pelos insiders para transmitirem ao mercado os suplementos de informação que possuem.

Em particular, John e Mishra (1990), concluíram que o efeito do anúncio de operações de capital é positivo (negativo) quando acompanhado pela compra (venda) de títulos por parte dos insiders. Estes, obtiveram evidência empírica em que se documenta que a iniciação de dividendos nem sempre é interpretada pelos mercados como positiva.

De acordo com os resultados, a interpretação do sinal, para além de ter em conta as oportunidades de crescimento da empresa, não deve menosprezar as transações por parte dos administradores à volta da data em que é anunciada a decisão. O anúncio da iniciação dos dividendos possui efeitos diferentes, de acordo com a compra ou venda de títulos por parte dos insiders: positivo no primeiro caso e negativo no segundo.

Conclusão

Num mercado caracterizado por assimetrias de informação entre insiders e outsiders, acerca da situação presente da empresa e das suas perspetivas futuras, a política de dividendos, ou mais precisamente a sua variação, constitui um dos veículos de sinalização que pode ser usado pelos administradores para transmitir ao mercado os suplementos de informação que possuem.

Desta forma, a literatura existente tem procurado modelizar o efeito sinalizador das alterações dos dividendos, também tem explorado, igualmente, o papel das assimetrias de informação na compreensão de algumas das regularidades vulgarmente observadas na prática em matéria de distribuição de resultados de que são exemplos:

- A preferência das empresas pelos dividendos relativamente à recompra de ações próprias, apesar da penalização fiscal a que os mesmos estão sujeitos na grande maioria dos sistemas fiscais;
- A preocupação manifestada pelas empresas em manterem uma política de dividendos estável.

Este tipo de modelização possui um traço comum: as alterações dos dividendos constituem um sinal credível aos olhos dos investidores, dos suplementos de informação que os administradores possuem por virtude dos custos diretos e indiretos que lhes estão associados. A existência destes custos (diferencial de tributação em sede de imposto sobre o rendimento das pessoas singulares a que os dividendos estão sujeitos relativamente às mais valias de ações, encargos suportados com a emissão de fontes de financiamento externo para compensar a perda de autofinanciamento associada à distribuição de dividendos, custos de sub-investimento) leva os investidores a acreditar que os administradores das empresas com fracas perspetivas futuras não imitam os das empresas de melhor qualidade.

Neste sentido, os modelos de sinalização para dividendos que têm sido desenvolvidos (ex. Bhattacharya, 1979; John e Williams, 1985 e Miller e Rock, 1985), têm demonstrado a existência de uma situação de equilíbrio de sinalização onde as empresas de melhor qualidade distribuem um dividendo superior.

Modelização mais recente (ex. Ambarish e al., 1987; Brick et al., 1998 e Luo et al., 2002), apesar de não negligenciar o efeito sinalizador dos dividendos e o seu conteúdo informativo, propõe que os mesmos sejam conjugados com outros mecanismos de sinalização, de que são exemplo, o investimento, o endividamento e a emissão de novas ações, para veicularem ao mercado os suplementos de informação privilegiada que possuem, ao menor custo.

De acordo com os modelos de sinalização para dividendos, as iniciações e omissões de dividendos, bem como as alterações dos dividendos regulares (acréscimos e decréscimos) não antecipados, possuem implicações empíricas importantes.

Entre essas são de destacar:

- Alterações na cotação das ações, à volta da data em que a sociedade emite anuncia uma alteração não antecipada da sua política de dividendos, motivada pela reavaliação que os investidores fazem dos títulos em apreço;
- A alteração dos dividendos deve ser seguida por uma alteração de sentido idêntico dos resultados presentes e futuros.

A investigação empírica que tem sido desenvolvida no contexto de diferentes mercados financeiros tem revelado, no geral, que a cotação das ações reage favoravelmente (desfavoravelmente) face ao anúncio de acréscimos (decrécimo) dos dividendos, tem evidenciado que a reação é maior face ao anúncio da alteração dos dividendos regulares do que aquela que corresponde aos dividendos especiais.

Como concluíram DeAngelo et al. (2000), o anúncio dos dividendos especiais, apesar de constituir uma boa notícia para o mercado, veicula uma informação relativamente pequena.

Em simultâneo, a investigação empírica que se tem encontrado no estudo do efeito dos anúncios da iniciação e da omissão de dividendos sobre a cotação das ações, tem evidenciado que esta categoria de eventos possui um conteúdo informativo específico.

Em particular, as omissões de dividendos, como evidenciaram Gosh e Woolridge (1991), apesar de veicularem informação negativa ao mercado tendem a possuir um menor efeito na cotação das ações à medida que a sua frequência aumenta.

A investigação empírica que se tem concentrado no teste do efeito sinalizador dos dividendos e do conteúdo informativo, ao mesmo tempo que reconhece a dificuldade em separar tais efeitos na cotação das ações daqueles que são defendidos pela teoria de agência, tem procurado obter suporte para a teoria do sinal através da análise da relação existente entre as alterações dos dividendos e os resultados/cash-flows futuros.

Porém, os resultados a que os diferentes estudos têm sido considerados têm-se mostrado contraditórios. Enquanto os trabalhos de Laub (1976), Healey e Palepu (1988), Lipson et al. (1998), Nissim e Ziv (2001) e Arnott e Asness (2003) documentam uma relação positiva entre ambas as variáveis, outros como os de Watts (1973), DeAngelo et al. (1996), Benartzi et al. (1997), Penman e Sougiannis (1997), Fukuda (2000), Ho e Wu (2001) e Gunasekarage e Power (2002), obtiveram resultados que não corroboram com a relação positiva entre as alterações não antecipadas dos dividendos presentes e os resultados futuros.

Por fim, estas linhas de abordagem não esgotam o esforço que tem sido feito neste domínio. Outras linhas de investigação têm-se concentrado na análise do volume de transações de títulos, nas alterações das previsões dos analistas

financeiros, nas operações de “insider trading” e na alteração do risco dos títulos perceptível pelos investidores, à volta da data do anúncio da alteração dos dividendos, com o intuito de testarem a hipótese do conteúdo informativo de tais alterações.

Contudo, os resultados a que os diferentes trabalhos têm vindo a ser conduzidos mostram-se divergentes em alguns pontos.

Bibliografia

- AMBARISH, R.; JOHN, K.; WILLIAMS, J. (1987) – Efficient Signalling with dividends and investment. *The Journal of Finance*. 42:2 (1987) 321-343.
- BHATTACHARYA, S. (1979) – Imperfect information, dividend policy, and ‘the bird in the hand’ fallacy. *The Bell Journal of Economics*. 10:1 (1979) 259-270.
- BLACK, F. (1976) – The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management*. 2 (1976) 5-8.
- BISHOP, S. [et al.] (2000) – *Corporate finance*. 3.^a ed. Sidney: Prentice Hall Inc.
- BRICK, E.; FRIERMAN, M.; KIM, K. (1998) – Asymmetric information concerning the variance of cash flows: the capital structure choice. *International Economic Review*. 39:3 (1998) 745-761.
- BRICKLEY, J. (1983) – Shareholder Wealth, information signaling and the specially designated dividend: an empirical study. *Journal of Financial Economics*. 12:2 (1983) 187-209.
- CHAREST, G. (1978) – Dividend Information, stock returns and market efficiency. *Journal of Financial Economics*. 6:2/3 (1978) 297-330.
- CHEN, G.; FIRTH, M.; GAO, N. (2002) – The information content of concurrently announced earnings, cash dividends, and stock dividends: an investigation of the chinese stock market. *Journal of International Financial Management and Accounting*. 13:2 (2002) 101-124.
- DEANGELO, H.; DEANGELO, L.; SKINNER, J. (1992) – Dividends and losses. *The Journal of Finance*. 47:5 (1992) 1837-1863.
- DEANGELO, H.; DEANGELO, L.; SKINNER, J. (1996) – Reversal of fortune: dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth. *Journal of Finance Economics*. 40:3 (1996) 341-371.
- DEANGELO, H.; DEANGELO, L.; SKINNER, J. (2000) – Special dividends and evolution of dividend signaling. *Journal of Financial Economics*. 57:3 (2000) 309-354.
- DUMONTIER, P. (1985) – «Le Contenu Informatif des Distributions de dividendes», *Analyses Financière*, 2^o Trimestre, pp. 87-91.
- FUKUDA, A. (2000) – Dividend changes and earnings performance in japan. *Pacific-Basin Journal*. 8:1 (2000) 53-66.
- GHOSH, C.; WOOLRIDGE, J. R. (1991) – Dividend omissions and sock market rationality. *Journal of Business Finance and Accounting*. 18:3 (1991) 315-330.

- GRULLON, G.; MICHAELY, R.; SWAMINATHAN, B. (2002) – Are dividend changes a sign of firm maturity? *The Journal of Business*. 75:3 (2002) 387-424.
- HO, S-J. e WU, C. (2001) – «The Earnings Information Content of Dividend Initiations and Omissions», *Journal of Business Finance & Accounting*, 28 (7/8), pp. 963-977.
- HODGKINSON, L. (2002) – Tax costs and signalling benefits: the impact of surplus act. *Journal of Business Finance e Accounting*. 29:3/4 (2002) 441-428.
- JENSEN, C.; MECKLING, W. (1976) – Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. 3 (1976) 305-360.
- JOHN, K. e MISHRA, B. (1990) – «Information Content of Insider Trading Around Corporate Announcements: The Case of Capital Expenditures», *The Journal of Finance*, 45(3), pp. 835-855.
- JOHN, K. e WILLIAMS, J. (1985) – «Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium», *The Journal of Finance*, 40 (4), pp. 1053-1070.
- JOHN, K.; LANG, P. (1991) – Insider trading around dividend announcements: theory and evidence. *The Journal of Finance*. 46:4 (1991) 1361-1389.
- LEASE, R. C.; JOHN, K.; KALAY, A.; LOEWENSTEIN, U.; SARING, O. H. (1999) – *Dividend Policy: Its Impact on Firm Value*. Boston. Harvard Business School Press.
- LIPSON, M. L., MAQUIEIRA, C. P. e Megginson, W. (1998) – «Dividend Initiations and Earnings Surprises», *Financial Management*, 27 (3), pp. 36-45.
- LUO, G. Y.; BRICK, I.; FRIERMAM. (2002) – Strategic decision making of the firm under asymmetric information. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 19:2 (2002) 233-238.
- KANE, A.; MARCUS, A. J. e McDONALD, R. L. (1985) – «Debt Policy and the Rate of Return Premium to Leverage», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20(4), pp. 479-499.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. (1958) – The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *The American Economic Review*. 48:3 (1958) 261-297.
- MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. (1961) – Dividend policy, growth and the valuation of shares. *The Journal of Business*. 34:4 (1961) 411-433.
- MILLER, M. H.; ROCK, K. (1985) – Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*. 40:4 (1985) 1031-1051.
- MILLER, M. H.; ROCK, K. (1985) – Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*. 40:4 (1985) 1031-1051.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. (1963) – Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*. 53:3 (1963) 437-447.
- KALAY, A.; LOEWENSTEIN, U. (1986) – The informational content of the timing of dividend announcements. *Journal of Financial Economics*. 16:3 (1986) 373-388.
- OFER, A. R. e SIEGEL, D. R. (1987) – «Corporate Financial Policy, Information, and Market, Expectations: An Empirical Investigation of Dividends», *The Jour-*

- nal of Finance*, 42 (4), pp. 889-911.
- PACHECO, L. (1999) – O estado da arte em política de dividendos. Bolsa de Derivados do Porto. *Série Moderna Finança*. 9:71 5-76.
- RICHARDSON, G.; SEFCIK, S. e THOMPSON, R. (1986) – «A Test of Dividend Irrelevance Using Volume Reactions to a Change in Dividends Policy», *Journal of Financial Economics*, 17(2), pp. 313-333.
- ROSS, A. (1977) – The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*. 8:1 (1977) 23-40.
- ROZEFF, M. S. (1982) – Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*. 5:3 (1982) 249-259.
- TSOUKALAS, D. (1999) – Predictable patterns of stock returns: evidence from Japanese stock market. *International Journal of Management*. 16:4 (1999) 574-585.
- TSOUKALAS, D.; SIL, S. (2000) – The determinants of stocks price: evidence from the united kingdom stock market. *International Journal of Management*. 17:1 (2000) 53-61.
- VENKATESH, P. C. (1989) – «The Impact of Dividend Initiation on the Information Content of Earnings Announcements and Returns Volatility», *The Journal of Business*, 62 (2), pp. 175-197.