



**Universidade de Aveiro**  
**Ano 2015**

**Instituto Superior de Contabilidade e Administração  
de Aveiro**

**Ana Rita Dinis Costa**

**O Efeito da Crise Financeira na Política de Dividendos  
das Empresas Cotadas na Euronext Lisbon**



**Ana Rita Dinis Costa**

**O Efeito da Crise Financeira na Política de Dividendos  
das Empresas Cotadas na Euronext Lisbon**

Dissertação apresentada ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Contabilidade, ramo da Fiscalidade, realizada sob a orientação científica da Doutora Elisabete Fátima Simões Vieira, Professora Coordenadora sem Agregação do Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro e co-orientação da Doutora Anabela Virgínia dos Santos Flores da Rocha, Professora Adjunta do Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro.

## **O Júri**

Presidente

**Professor Doutor João Francisco Carvalho de Sousa**  
Professor adjunto do Instituto Superior de Contabilidade e  
Administração da Universidade de Aveiro

Vogal – Arguente Principal

**Doutor Paulo Miguel Marques Gama Gonçalves**  
Professor auxiliar da Faculdade de Economia da Universidade de  
Coimbra

Vogal - Orientadora

**Professora Doutora Elisabete Fátima Simões Vieira**  
Professora coordenadora sem agregação do Instituto Superior de  
Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro

Vogal - Coorientadora

**Professora Doutora Anabela Virgínia dos Santos Flores da Rocha**  
Professora adjunta do Instituto Superior de Contabilidade e  
Administração da Universidade de Aveiro

## **Agradecimentos**

Gostaria de agradecer às minhas orientadoras, Professora Doutora Elisabete Fátima Simões Vieira e Professora Doutora Anabela Virgínia dos Santos Flores da Rocha, que sempre me deram todo o apoio, ajuda e encorajamento para a realização desta dissertação.

Gostaria, também, de agradecer aos meus pais e à minha irmã pela força e apoio que sempre me deram, assim como pelos conselhos que me transmitiram ao longo do meu percurso académico para que fosse sempre melhor naquilo que faço. Ao meu namorado, Rodrigo, agradeço o apoio incondicional e a calma que sempre me transmitiu ao longo deste percurso. Por fim, dedico este trabalho à minha família e ao meu namorado, que sempre me encorajaram para que atingisse os meus objetivos e quisesse sempre mais.

**Palavras-chave**

Política de Dividendos; Resultados; Teoria da Sinalização; Reação do Mercado; Rendibilidades Anormais; Crise Financeira.

**Resumo**

Neste trabalho pretendemos analisar as reações do mercado português às variações dos dividendos, considerando igualmente a interação da variação dos dividendos com a variação dos resultados. Adicionalmente, estudamos o efeito da crise financeira nessas mesmas reações.

Para tal, recorreremos a uma amostra composta por empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, que anunciaram a distribuição de dividendos entre 2006 e 2013.

Os nossos resultados não permitiram encontrar evidências da sinalização dos dividendos nas reações do mercado português. De acordo com estudos anteriores, verificámos que o mercado reage de maneira mais forte quando os dividendos e os resultados variam na mesma direção.

Finalmente, quanto ao fator crise, concluímos que o mercado reage mais às alterações dos dividendos e dos resultados quando se encontra num período de estabilidade económica.

**Keywords**

Dividend Policy; Results; Signaling Hypothesis; Market Reaction; Abnormal Returns; Financial Crisis.

**Abstract**

In this thesis we intend to analyze the Portuguese market reactions to dividend changes, also considering the interaction between dividend and results changes. Additionally, we study the financial crisis effects on those same reactions.

To do so, we use a sample comprised by companies listed in the Euronext Lisbon, which announced dividend distribution between 2006 and 2013.

Our results didn't allow us to find evidence for the dividend signaling hypothesis in the Portuguese market reactions. According to previous studies, we found that the market reacts in a stronger manner when dividends and results change in the same direction.

Finally, regarding the crisis factor, we concluded that the market reacts more to changes in dividends and results when facing a period of economic stability.

## Índice

1. Introdução .....	9
2. Revisão da Literatura.....	10
2.1 Teoria da Irrelevância dos Dividendos .....	10
2.2 Impostos.....	11
2.3 Teoria da Agência .....	13
2.4 Teoria da Sinalização .....	14
2.5 Fatores Comportamentais.....	19
2.6 Tendência do Pagamento de Dividendos.....	21
3. Hipóteses, Amostra e Metodologia.....	24
3.1 Hipóteses.....	24
3.2 Amostra .....	24
3.3 Metodologia .....	28
3.3.1 Estimação das Rendibilidades Anormais.....	28
3.3.2. Fatores Determinantes das Rendibilidades Anormais .....	29
3.3.3 O papel da Crise Financeira .....	30
4. Resultados Empíricos .....	32
4.1 Reações dos Preços das Ações aos Anúncios dos Dividendos .....	32
4.2 Determinantes das Rendibilidades Anormais .....	34
4.3 Testes de Robustez: Sinalização dos Dividendos e Adversidade Económica .....	40
5. Conclusões.....	42
Referências Bibliográficas .....	44

## Índice de Tabelas

Tabela 1: Frequências de Variação dos Dividendos e dos Resultados .....	26
Tabela 2: Médias das Variações dos Dividendos e dos Resultados por Ação .....	27
Tabela 3: Rendibilidades Anormais Médias e Rendibilidades Anormais Acumuladas Médias .....	32
Tabela 4: Rendibilidades Anormais Acumuladas Médias.....	35
Tabela 5: Variáveis explicativas e de controlo .....	36
Tabela 6: Coeficientes estimados através das regressões dos mínimos quadrados das rendibilidades anormais.....	38
Tabela 7: Coeficientes Padronizados Estimados através das Regressões dos Mínimos Quadrados das Rendibilidades Anormais .....	40



## Índice de Figuras

Figura 1: Taxa de crescimento do PIB a preços constantes .....	30
--	----

## 1. Introdução

A política de dividendos consiste na decisão, por parte do Conselho de Administração, sobre a distribuição ou não de resultados aos acionistas, bem como o montante a distribuir, se for esse o caso. Esta é uma decisão importante, visto que afeta outro tipo de deliberações, como a política de investimento ou de financiamento da empresa, tendo um impacto no valor da empresa e, conseqüentemente, na riqueza dos acionistas.

Este tema tem sido amplamente estudado e analisado ao longo dos anos e tem vindo a gerar alguma controvérsia na área das finanças, devido à não existência de teorias de aceitação consensual, bem como ao facto de os resultados empíricos serem, por vezes, contraditórios.

Esta dissertação tem como objetivo, não só o estudo do impacto das variações dos dividendos e dos resultados no preço das ações, mas também dos possíveis efeitos da crise financeira tanto nas políticas de dividendos adotadas pelas empresas como no conteúdo informativo que esses mesmos dividendos podem transmitir ao mercado, e nas respetivas reações do mercado. Assim, este estudo pretende ajudar a esclarecer quais as teorias sobre esta temática que se verificam no mercado português, bem como compreender as diferenças entre o mercado português e os mercados que já foram alvo de estudo acerca da sinalização dos dividendos e dos efeitos da crise financeira.

Neste contexto, vamos analisar o mercado português, recorrendo a uma amostra constituída pelas empresas portuguesas de cariz não financeiro, cotadas na *Euronext Lisbon*, que tenham distribuído dividendos no período compreendido entre 2006 e 2013. Com o intuito de estudar a influência da crise financeira, a amostra será dividida em dois subperíodos na análise empírica: um período de pré-recessão (2006 a 2008), e outro de recessão (2008 a 2013).

Os resultados obtidos não mostram evidências significativas para a teoria de sinalização no mercado português, o que pode ser devido ao elevado grau de concentração do capital no mercado português. Concluímos que, as reações do mercado são mais fortes quando os dividendos e os resultados se movem na mesma direção, o que está de acordo com os estudos anteriores analisados. Por fim, os nossos resultados permitem-nos concluir que o mercado reage de maneira mais pronunciada às variações dos dividendos em períodos de estabilidade económica, antes da recessão, o que também contraria os estudos anteriores mencionados na revisão da literatura.

Esta dissertação está organizada do seguinte modo. No capítulo dois apresenta-se a revisão da literatura, expondo-se as principais teorias acerca desta temática, assim como os principais resultados obtidos em estudos empíricos anteriormente levados a cabo. No capítulo três formulam-se as hipóteses a testar e descreve-se o processo que permitiu obter a amostra, e a metodologia a aplicar no estudo empírico. O capítulo seguinte contém a apresentação e análise dos resultados obtidos. Finalmente, no capítulo cinco, apresentam-se as principais conclusões, bem como sugestões para trabalhos futuros.

## **2. Revisão da Literatura**

A política de dividendos consiste na tomada de decisão, por parte do Conselho de Administração, sobre a possibilidade de efetuar a distribuição de parte dos resultados da empresa aos respectivos acionistas, bem como o montante a distribuir, se for caso disso. Esta decisão é de extrema importância para as empresas, visto que está relacionada com a política de financiamento, e pode influenciar o preço das ações da respectiva empresa, afetando assim o valor desta e, conseqüentemente, a riqueza dos seus acionistas.

Este tema continua a gerar controvérsia no mundo das finanças, visto que há várias teorias, sendo que muitas delas são até contraditórias, acerca dos efeitos da política de dividendos no valor da empresa, bem como dos fatores que a influenciam. Adicionalmente, os estudos empíricos entretanto levados a cabo não apresentam resultados consensuais, pelo que o suporte das teorias existentes é precário.

De seguida apresentamos as principais teorias associadas a este tema, bem como alguns estudos empíricos realizados no sentido de testar as diferentes teorias sugeridas ao longo dos anos.

### **2.1 Teoria da Irrelevância dos Dividendos**

Ao longo dos anos têm surgido várias teorias para tentar explicar a complexa questão da política de distribuição de dividendos. Os primeiros autores a surgirem com uma teoria relacionada com esta temática foram Miller e Modigliani (1961), os quais sugeriram que o valor das empresas é independente da sua política de dividendos, concluindo que a política de dividendos é irrelevante para a riqueza dos acionistas. Os investidores desejam maximizar a rentabilidade dos seus investimentos, sendo, contudo, indiferentes ao facto desta resultar de dividendos ou de ganhos de capital. Esta teoria baseia-se em vários pressupostos, nomeadamente na existência de um mercado de capitais perfeito, na ausência de assimetria de informação, na ausência de custos de transação, na existência de um comportamento racional por parte dos investidores, na ausência de impostos e de efeito de sinalização e na presença de uma política de investimento constante por parte das empresas, ou seja, admite que o investimento é independente dos resultados distribuídos. No entanto, as condições assumidas por Miller e Modigliani (1961) apenas ocorrem num contexto de mercado de capitais perfeito, não se verificando na realidade. Conseqüentemente, muitos foram os autores que contestaram as suas conclusões, referindo que um mercado real não é perfeito, uma vez que existe presença de impostos, assimetria de informação e/ou custos de transação, entre outros fatores que condicionam a política de dividendos, influenciando deste modo o valor das empresas.

Recentemente, Karpavičius (2014) demonstrou que o valor da empresa depende, de facto, da política de distribuição de dividendos, defendendo que empresas com uma política de dividendos mais estável tendem a valorizar-se mais que as restantes empresas.

No seguimento desta teoria da irrelevância e das respetivas limitações, surgiram outras acerca da política de distribuição de dividendos, dos fatores que a influenciam e do seu impacto no valor de mercado das ações, que passamos a analisar.

## 2.2 Impostos

A existência de impostos foi um dos principais fatores referidos por vários autores como sendo uma condicionante à política de dividendos. Neste contexto, e vendo que o facto de ignorarem a presença de impostos deu origem a grande contestação à sua teoria inicial, Miller e Modigliani (1963) desenvolveram um novo estudo no qual incluíram o fator impostos, e concluíram que, na presença de impostos, as empresas devem evitar a distribuição de resultados. Esta conclusão advém do facto dos dividendos estarem sujeitos a uma carga fiscal mais pesada do que os ganhos de capital, beneficiando estes ainda do diferimento de impostos. Foi com base nesta divergência de impostos que vários autores defenderam a ideia de que os investidores preferem receber ganhos de capital em vez de dividendos, dada a vantagem fiscal associada à primeira componente de remuneração do seu investimento<sup>1</sup>.

Farrar e Selwyn (1967) chegaram à conclusão de que numa economia onde a carga fiscal é mais pesada para os dividendos do que para os ganhos de capital, não deveria ser distribuído qualquer dividendo pelas empresas, sugerindo assim uma política de distribuição de dividendos nula como a política ótima a adotar neste tipo de situação fiscal. Este ponto de vista foi partilhado por Brennan (1970), que defendeu que na presença de uma pesada carga fiscal sobre os dividendos, a sua distribuição não vai de encontro ao melhor interesse dos investidores. No entanto, a política de dividendos nula não é a política seguida pela maioria das empresas, verificando-se que estas apresentam como tendência a distribuição de dividendos.

De acordo com Miller e Scholes (1978), quando o imposto sobre dividendos é superior ao aplicado aos ganhos de capital, os acionistas têm a possibilidade de recorrer a instrumentos de mercado que lhes permitem anular esta desvantagem fiscal, sugerindo uma certa irrelevância fiscal.

De facto, alguns autores defenderam a irrelevância da carga fiscal na política de distribuição de dividendos. Elton e Gruber (1970) concluíram que existe uma racionalidade dos mercados, isto é, que os acionistas que se encontram em escalões mais elevados a nível fiscal apresentam maior preferência pelos ganhos de capital sobre os dividendos quando comparados com aqueles que se encontram em escalões mais baixos. Black e Scholes (1974) defenderam que não é possível demonstrar empiricamente que a rendibilidade esperada das ações de alto rendimento difere da rendibilidade esperada das de baixo rendimento, tanto antes como depois de impostos. Litzenberger e Ramaswamy (1979) concluíram que quanto mais elevado for o rendimento em dividendo (*dividend yield*), maior é a rendibilidade do capital próprio, a fim de compensar os

---

<sup>1</sup>Contudo, é de salientar que nos últimos anos, a taxa de impostos sobre os dividendos e sobre os ganhos de capital têm vindo a convergir. Por exemplo, em Portugal, as taxas são iguais (à data da realização da dissertação era de 28%).

acionistas pela desvantagem fiscal dos dividendos face às mais-valias, o que é consistente com os resultados de Brennan (1970).

O efeito de clientela, associado à questão dos impostos, consiste na ideia de que os investidores com preferências por um rácio de pagamento de dividendos específico, se sentem mais motivados a investir em empresas que se comportam de acordo com essas preferências. Assim, alterações na política de dividendos que não vão ao encontro das preferências dos investidores poderão ter um impacto negativo nas decisões que estes tomam em relação ao que fazer com as suas ações, o que, por sua vez, pode afetar os preços de mercado das ações da respetiva empresa. Este efeito foi referido pela primeira vez por Miller e Modigliani (1961), que sugeriram que empresas com pagamento de dividendos baixos (altos) tendem a atrair investidores que preferem receber baixos (elevados) dividendos. Este efeito foi corroborado por vários autores, como Elton e Gruber (1970), mas também foi refutado por outros, como Kalay (1982), que encontrou fraca evidência para o efeito de clientela, apesar de ambos os estudos terem usado dados da *New York Stock Exchange* (NYSE) de 1966 a 1967. Mais recentemente, o estudo de Haesner e Schanz (2013), levado a cabo no mercado Alemão entre 1994 e 2009, confirma a existência do efeito de clientela associado aos impostos, presente nas preferências dos investidores quanto aos dividendos e ganhos de capital. No entanto, os autores referem que a reforma dos impostos de 2001, que aproximou as taxas aplicadas aos dividendos e aos ganhos de capital, implicou uma diminuição significativa neste efeito.

Brav, Graham, Harvey e Michaely (2008) analisaram o efeito da diminuição da carga fiscal sobre os dividendos nos EUA ocorrida em 2003, concluindo que o fator imposto é menos relevante para o processo de decisão da distribuição de dividendos do que outros fatores, como sejam a estabilidade dos dividendos e as previsões dos fluxos de caixa futuros.

Borges (2008) analisou o comportamento do preço das ações no dia do anúncio dos dividendos no mercado de capitais Português no período de 1990 a 1998, no entanto, a autora não encontrou evidência capaz de suportar o efeito de clientela, justificando os seus resultados com base no regime fiscal Português.

We believe that the explanation for an undetectable clientele effect stems from the Portuguese tax regime of dividends. Individuals who choose not to declare dividends are subject to a liberating tax, which is equal for all. On the other hand, the dividend tax is different for stocks of privatized firms, alongside other tax benefits and exemptions, and so the dividend tax rate depends more on stock specifics than on investor specifics. For institutional investors and firms, the dividends received have to be included in profits, and the IRC tax is equal for all investors (Borges, 2008, pp.28-29).

## 2.3 Teoria da Agência

A teoria da agência surge, pela primeira vez, com o artigo de Jensen e Meckling (1976). Mais tarde, Jensen (1986) defendeu que, apesar dos agentes dos acionistas (gestores) terem uma tendência para recorrer aos fluxos de caixa disponíveis para financiar projetos de investimento, esta pode não ser a melhor forma de maximizar o valor da empresa. Dado que a maximização do valor da empresa é o principal interesse dos acionistas, isto resultaria num conflito entre agentes e principais (acionistas), criando custos de agência para as respetivas empresas. Por sua vez, a distribuição de dividendos resultaria numa redução dos fluxos de caixa disponíveis para tomadas de decisão por parte dos gestores que não favoreçam os acionistas, o que iria reduzir os custos de agência, contribuindo para o aumento do preço das ações da empresa e, conseqüentemente, para o aumento da riqueza dos acionistas. Esta teoria foi apoiada por vários autores que encontraram evidência de que os custos de agência influenciam as decisões respeitantes à política de distribuição de dividendos.

Rozeff (1982) estudou o impacto da distribuição de dividendos nos custos de agência no mercado norte-americano no ano de 1981. Segundo o autor, a distribuição de dividendos reduz os custos de agência entre acionistas e gestores, mas aumenta a necessidade de financiamento externo. Pela conjugação dos dois fatores, o autor defende a existência de um rácio de pagamento de dividendos ótimo, que equilibre estes dois efeitos.

Easterbrook (1984) explicou esta teoria como a possibilidade de que a política de dividendos pode ser usada como um instrumento de monitorização dos gestores, no sentido de alinhar os interesses dos gestores e dos acionistas através da redução do investimento excessivo por parte dos primeiros. Desta forma, os gestores seriam forçados a procurar fontes de financiamento externas à empresa, o que levaria a avaliações regulares do seu desempenho, impondo maior ponderação nas suas decisões, e permitindo que as suas decisões vão ao encontro dos interesses dos acionistas. Assim, o autor concluiu que a distribuição de dividendos é uma boa forma de monitorizar os gestores das empresas, pelo que a teoria da agência é uma possível explicação da razão pela qual as empresas preferem recorrer a capital externo, em detrimento da utilização de fluxos de caixa disponíveis para se financiarem.

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2000) realizaram um estudo com base em 33 países diferentes no período compreendido entre 1989 e 1994, com o objetivo de analisar a relação entre a política de distribuição de dividendos e os custos de agência. Adicionalmente, tiveram em consideração o nível de proteção legal dos acionistas minoritários nos respetivos países, para averiguarem qual o impacto deste fator na política de distribuição de dividendos. Os autores encontraram evidência do efeito dos problemas de agência na distribuição dos dividendos, concluindo que os investidores dos países com maior proteção legal para os acionistas minoritários estão mais dispostos a adiar o recebimento de dividendos quando a empresa está na presença de boas oportunidades de investimento; por sua vez, os investidores dos países com menor

proteção legal preferem receber dividendos, independentemente da situação da empresa, sugerindo a existência de uma relação entre os custos de agência e a proteção legal dos acionistas.

Em relação ao mercado Português, Benzinho (2004) analisou uma amostra de empresas com títulos cotados na *Euronext Lisbon* (EL), no período compreendido entre 1992 e 2002, concluindo que, sendo Portugal um país com baixa proteção legal dos investidores, o conflito mais significativo de agência que se verifica é entre pequenos e grandes acionistas. Almeida, Tavares e Pereira (2014) usaram dados do mercado bolsista Português entre 1997 e 2011 a fim de analisar esta temática, e os seus resultados permitiram-lhes concluir que a política de dividendos pode ser usada como mediadora de conflitos entre investidores e gestores, corroborando assim a teoria da agência.

## **2.4 Teoria da Sinalização**

A teoria da sinalização baseia-se na assimetria de informação entre os gestores e os investidores. Os gestores das empresas possuem mais informação acerca da posição financeira e perspectivas futuras das empresas do que os restantes participantes no mercado, pelo que o anúncio da distribuição de dividendos contém informação relevante para o mercado. Assim, a assimetria da informação pode ser diminuída através do uso da política de distribuição de dividendos como uma forma de sinalizar a posição da empresa ao mercado e aos seus participantes, acionistas e potenciais investidores. Neste contexto, surgiram vários modelos que sugerem que um aumento na distribuição de dividendos reflete boas expectativas dos gestores acerca dos fluxos de caixa futuros e que uma redução nos dividendos reflete más expectativas. Deste modo, é de esperar, de acordo com a teoria da sinalização, uma relação direta entre o anúncio de variação dos dividendos e a respetiva reação do mercado, refletida no preço das ações.

Esta ideia foi introduzida inicialmente por Miller e Modigliani (1961) quando sugerem que a política de dividendos adotada pelas empresas reflete as expectativas dos gestores para o futuro, isto é, que existe conteúdo informativo na divulgação das decisões acerca da política de dividendos.

Bhattacharya (1979) foi um dos primeiros autores a estudar este tema, argumentando que, devido ao facto de os gestores terem informação assimétrica acerca do futuro da empresa e da sua situação financeira atual, a política de dividendos pode ser usada como uma ferramenta para informar todos os participantes no mercado e sinalizar novidades acerca da empresa e do seu valor atual. O autor admitiu a presença de impostos no seu estudo, assumindo assim a sinalização dos dividendos como uma maneira onerosa de diminuir assimetrias de informação, e concluiu que a variação no dividendo distribuído terá uma relação direta com a magnitude das novidades acerca do futuro da empresa, dando aos investidores a capacidade de prever resultados futuros.

Miller e Rock (1985) desenvolveram o modelo de Miller e Modigliani (1963), introduzindo o conceito de assimetria de informação no sentido de analisarem como proceder à otimização da tomada de decisões em relação à política de dividendos, de investimento e de financiamento, visto que os gestores possuem mais

informação acerca da situação financeira da empresa do que os investidores externos. Estes autores concluíram que os dividendos têm conteúdo informativo suficientemente significativo para que os investidores possam prever resultados futuros, o que lhes permite criar expectativas aproximadas do valor corrente da empresa.

Ainda sobre este assunto, John e Williams (1985) defenderam que os gestores das empresas recorrem à política de dividendos para transmitir informação interna acerca das perspectivas futuras de evolução da empresa ou dos resultados esperados aos participantes do mercado. Segundo o seu modelo, os gestores usam a emissão de novas ações para eliminar ou reduzir a necessidade de financiamento externo e recorrem à distribuição de dividendos para evitar a queda do preço das ações causada pela emissão de novas ações, no sentido de transmitir aos seus investidores a ideia de que os fluxos de caixa futuros os irão compensar, dado o efeito negativo da presença de impostos sobre os dividendos. Logo, numa situação de equilíbrio, o nível de dividendos a distribuir aumentaria com as boas perspectivas para o futuro da empresa, diminuiria com o aumento da taxa de imposto sobre os dividendos e teria uma relação negativa com a capacidade de autofinanciamento da empresa. Ofer e Thakor (1987) chegaram às mesmas conclusões, ou seja, que mudanças na distribuição de dividendos podem ser usadas para sinalizar as convicções e expectativas dos gestores acerca de alterações nos resultados correntes e futuros da empresa, as quais se movem no mesmo sentido dos dividendos.

Lintner (1956) publicou o primeiro estudo empírico acerca da política de dividendos, no sentido de identificar quais os principais fatores que influenciam as decisões dos gestores em relação à política de distribuição de dividendos, questionando e entrevistando 28 diretores financeiros de empresas norte-americanas, cobrindo o período de 1943 a 1953. O autor chegou à conclusão de que a maioria das empresas tem um rácio de pagamento de dividendos objetivo, mas que vão fazendo alterações graduais nos dividendos, a fim de atingir esse objetivo de forma sustentada. De facto, as empresas apresentam relutância na diminuição dos dividendos, pois isso iria enviar um sinal negativo ao mercado, pelo que os gestores resistem a aumentos que não sejam sustentáveis no futuro. Assim, Lintner (1956) desenvolveu um modelo no qual uma empresa tem um rácio de pagamento de dividendos objetivo, baseado nos resultados e nos dividendos anteriores. Quando os resultados se alteram, a empresa ajusta o pagamento de dividendos para que este reflita o novo nível desejado de dividendos, sendo, no entanto, este ajustamento gradual ao longo do tempo, de modo a evitar reversões nos dividendos a pagar.

Vários foram os autores que testaram o modelo de Lintner (1956) ao longo das últimas décadas. DeAngelo, DeAngelo e Skinner (1992, 1996), por exemplo, encontraram evidência de que as empresas têm um rácio de pagamento de dividendos objetivo, apesar de nem todas o tentarem atingir ao mesmo ritmo, dando assim suporte ao modelo de Lintner (1956).

No contexto do mercado Português, Benzinho (2004) tentou identificar os fatores determinantes para a tomada de decisão dos gestores respeitantes à política de dividendos, baseando-se numa amostra de empresas com títulos cotados na EL entre 1992 e 2002. O autor concluiu que as empresas portuguesas tendem a ter uma política de distribuição de dividendos estável, e que os fatores mais influentes na



distribuição de dividendos são o dividendo do ano anterior e os resultados do ano corrente, o que vai ao encontro das conclusões de Lintner (1956). Em consonância com estes resultados, está também o estudo de Vieira, Pinho e Leite (2013), que encontrou evidência de que no mercado português as empresas apresentam uma política de dividendos estável.

Ribeiro (2010) analisou igualmente uma amostra de empresas com títulos cotados na EL durante o exercício de 2007, encontrando evidência de um efeito positivo dos fluxos de caixa na rentabilidade das ações e um efeito negativo dos resultados do ano corrente nos dividendos distribuídos. Contudo, não encontrou um impacto significativo da política de dividendos seguida nos anos anteriores na política de distribuição de dividendos de um determinado ano, contrariando as conclusões de Lintner (1956). O autor concluiu que não são os resultados elevados que implicam dividendos mais elevados, mas sim os aumentos nos fluxos de caixa.

Pettit (1972) analisou a rentabilidade anormal das ações causada por anúncios de dividendos, encontrando resultados que vão ao encontro dos pressupostos da teoria da sinalização. Tendo por base dados referentes a 625 empresas do mercado americano e cobrindo o período de 1964 a 1968, verificou que os aumentos de dividendos resultam numa rentabilidade positiva anormal e que quanto maior a variação dos dividendos, maior é a variação anormal dessa rentabilidade. Assim, concluiu que as alterações nos dividendos contêm de facto informação valiosa para o mercado e que este reage de acordo com a informação divulgada, aceitando essa informação como verdadeira, e reagindo em consonância. Brickley (1983) estudou igualmente uma amostra de empresas do mercado norte-americano no período de 1969 a 1979, concluindo que a magnitude da variação dos dividendos tem uma influência significativa na reação do mercado, estando as suas conclusões em concordância com as de Pettit (1972).

Vários autores encontraram resultados que estão em consonância com a teoria da sinalização, como sejam os estudos de Woolridge (1982), Asquith e Mullins (1983), Divecha e Morse (1983), Aharony, Falk e Swary (1988), Eddy e Seifert (1992), Yoon e Starks (1995), Nissim e Ziv (2001) e Lee e Yan (2003) e Liu e Chen (2015), realizados no mercado norte-americano, Nitta (2006), no mercado japonês, Yilmaz e Selcuk (2010), no mercado turco, Bozos, Nikolopoulos e Ramgandhi (2011), no mercado do Reino Unido, e Almeida et al. (2014), no mercado Português.

No entanto, existem vários estudos em que os autores encontraram resultados distintos.

Watts (1973) recorreu a dados do mercado norte-americano entre 1945 e 1968, e encontrou uma relação positiva entre as variações dos dividendos e dos resultados, o que está de acordo com o preconizado pela teoria da sinalização. Contudo, concluiu que o efeito da transmissão de informação ao mercado acerca das variações dos dividendos nos resultados futuros foi pouco significativo. Adicionalmente, após estudar a relação entre as variações inesperadas dos dividendos e os preços das ações, concluiu que o conteúdo informativo dos dividendos é trivial, dado que a rentabilidade obtida não excede o custo de transação. O autor concluiu ainda que qualquer informação relevante usada pelos gestores na tomada de decisões acerca dos dividendos é perdida no ruído do modelo de dividendos, devido ao tempo que a empresa demora a adequar os dividendos a essa informação. Assim o conteúdo informativo dos dividendos atuais é reduzido, de tal modo que este não pode ser distinguido do ruído introduzido pelo próprio modelo de dividendos.

Lang e Litzenberger (1989) encontraram evidência de uma reação assimétrica do mercado ao anúncio da variação dos dividendos no mercado americano, concluindo que variações negativas dos dividendos têm um impacto maior do que as positivas na rentabilidade das ações, encontrando assim uma reação assimétrica do mercado a anúncios de aumento ou diminuição de dividendos. Benartzi, Michaely e Thaler (1997) estudaram o mesmo mercado, para o período de 1979 a 1991. Os resultados indicam que os aumentos de dividendos estão positivamente correlacionados com os resultados correntes e com os do ano anterior. No entanto, não encontraram evidência de um crescimento sistemático dos resultados nos anos seguintes, pelo que defenderam que as alterações dos dividendos têm um conteúdo informativo apenas no que respeita aos resultados passados e atuais das empresas, e não aos resultados futuros, como seria de esperar pela hipótese do conteúdo informativo dos dividendos.

Vieira e Raposo (2007) analisaram o conteúdo informativo dos dividendos em 3 países diferentes: Portugal entre 1988 e 2002, França e Reino Unido, ambos entre 1994 e 2002. No entanto, só encontraram evidência capaz de suportar a teoria da sinalização no caso do Reino Unido. No que respeita a Portugal e França, não encontraram uma reação significativa por parte do mercado aos anúncios de alterações dos dividendos, o que significa que, nesses países, as variações dos dividendos não transmitem informação relevante ao mercado. As autoras explicaram a diferença de resultados baseando-se, nomeadamente, nas diferenças de assimetria de informação entre o Reino Unido e os outros dois mercados. Adicionalmente, encontraram um número significativo de casos em que a variação dos dividendos e a reação do preço das ações se moveram em direções opostas, fenómeno já observado por vários autores (e.g., Asquith e Mullins, 1983). Assim, as autoras não encontraram evidência para a teoria da sinalização no caso dos mercados português e francês, encontrando, contudo, alguma evidência de suporte à teoria da sinalização para o mercado do Reino Unido.

Alguns autores direcionaram os seus estudos no contexto do conteúdo informativo dos dividendos para os casos específicos do início e omissão de dividendos, visto que estas situações comportam alterações acentuadas na política de dividendos das empresas, podendo refletir um conteúdo informativo mais significativo.

Asquith e Mullins (1983) estudaram empresas norte-americanas no período compreendido entre 1963 e 1980 e encontraram uma reação positiva e anormal do mercado ao anúncio da primeira distribuição de dividendos, dando suporte à teoria da sinalização. Em grande parte dos estudos acerca deste assunto, como John e Lang (1991) e Liu, Szewczyk e Zantout (2008), ambos com dados relativos ao mercado norte-americano, a conclusão foi de que as omissões de dividendos causam uma reação mais significativa por parte do mercado do que as iniciações, visto que, geralmente, comportam um conteúdo informativo mais significativo relativamente à situação da empresa.

Sant e Cowan (1994) estudaram as reações do mercado aos anúncios de omissão de dividendos no mercado norte-americano, de 1962 a 1987, observando que os gestores tendem a omitir dividendos quando os resultados da empresa não lhes permitem garantir a manutenção de dividendos no futuro, o que é consistente com a teoria da sinalização e com as conclusões de Lintner (1956). Christie (1994) analisou as

reações do mercado norte-americano a reduções e omissões de dividendos, para o período compreendido entre 1962 e 1985, concluindo que a rendibilidade anormal é negativa, e aumenta com a diminuição da distribuição de dividendos. Adicionalmente, os seus resultados demonstraram que tanto as alterações dos dividendos como da *dividend yield* têm um impacto significativo na variação das rendibilidades anormais, o que é coerente com a teoria da sinalização.

No caso da distribuição de dividendos especiais, DeAngelo, DeAngelo e Skinner (2000) estudaram uma amostra de empresas com títulos cotados na NYSE, com recurso a dados da segunda metade do século vinte, e concluíram que a reação dos preços das ações aos anúncios de dividendos especiais é positiva nos três dias após o anúncio, o que é consistente com a teoria da sinalização.

Vários foram os estudos que se centraram na questão do efeito conjunto dos anúncios dos dividendos e dos resultados no preço das ações. Baseados numa amostra do Reino Unido, Lonie, Abeyratna, Power e Sinclair (1996) analisaram a reação dos preços das ações aos anúncios da variação de dividendos no ano de 1991. Os resultados demonstraram rendibilidades anormais positivas face aos anúncios de aumento de dividendos, e negativas no caso de anúncios de diminuição de dividendos, corroborando a teoria da sinalização. No entanto, os autores também observaram que quando os dividendos e os resultados são anunciados em simultâneo, as variações dos resultados têm um impacto mais significativo no preço das ações do que os anúncios das alterações dos dividendos, concluindo que os resultados transmitem sinais mais fortes ao mercado do que os dividendos. Esta conclusão foi encontrada por outros autores, nomeadamente por DeAngelo et al. (1992), Conroy, Eades e Harris (2000), Chen, Firth e Gao (2002) e Vieira (2012), mas não suportada por outros, como é o caso de Bozos et al. (2011), que concluiu que tanto as alterações nos resultados como nos dividendos apresentam um conteúdo informativo idêntico.

DeAngelo e DeAngelo (1990) analisaram uma amostra de 80 empresas do mercado norte-americano, que registaram pelo menos três prejuízos anuais durante o período compreendido entre 1980 e 1985, e encontraram provas de suporte para a teoria da sinalização, visto que as empresas observadas reduziram os seus dividendos quando enfrentaram prejuízos. No entanto, defenderam que as decisões de distribuição de dividendos estavam dependentes de outros fatores, como cláusulas restritivas de dívidas, motivos estratégicos ou a vontade de manter o historial de distribuição de dividendos. DeAngelo et al. (1992) encontraram evidência de suporte para o modelo de sinalização, considerando uma amostra de 167 empresas americanas com pelo menos um prejuízo anual durante o período compreendido entre 1980 e 1985, mostrando que os cortes nos dividendos transmitiam conteúdo informativo acerca dos resultados futuros das empresas. Os autores sugeriram que o conteúdo informativo dos dividendos está dependente do nível de resultados, para o caso das empresas que enfrentam períodos de prejuízos.

Kane, Lee e Marcus (1984) encontraram uma correlação significativa entre os anúncios de dividendos e de resultados, que faz com que os investidores confirmem mais credibilidade a variações nos dividendos quando estas são acompanhadas por variações nos resultados relativamente às expectativas. Os autores usaram dados do mercado norte-americano, para o período 1979-1981, encontrando evidência empírica de uma relação significativa entre os anúncios de variações não esperadas dos dividendos e os anúncios de

resultados. Os resultados obtidos mostram que os anúncios geram rendibilidades anormais das ações, concluindo que esta correlação é estatisticamente significativa. Easton (1991) analisou o mercado Australiano no período compreendido entre 1978 e 1980, onde os dividendos e os resultados são anunciados simultaneamente, encontrando suporte para a existência de efeitos de interação entre estes dois anúncios. Esta conclusão foi apoiada por Bozos et al. (2011) que, não só encontraram provas para esta correlação, como observaram que o impacto no preço das ações é mais forte quando os dividendos e os resultados mudam na mesma direção.

Alguns autores combinaram a hipótese do conteúdo informativo dos dividendos com as desvantagens fiscais mencionadas anteriormente.

Fama e French (1998) defenderam que, apesar de a tributação ter efeitos negativos no custo dos dividendos, estes são compensados pelos efeitos positivos associados ao conteúdo informativo dos dividendos. Amihud e Murgia (1997) analisaram o mercado alemão, onde a tributação não penaliza os dividendos, recorrendo a uma amostra de 200 empresas e cobrindo o período de 1988 a 1992, para testar se a teoria da sinalização se verificava, apesar do facto de os dividendos não estarem sujeitos a taxas de imposto mais elevadas do que os ganhos de capital. Os autores concluíram que, embora na Alemanha os dividendos não sofram uma tributação pesada, estes continuam a transmitir um conteúdo informativo para o mercado, tal como no caso dos Estados Unidos (onde a tributação penaliza os dividendos), porque o seu anúncio continua a provocar reações significativas nos preços das ações. Assim, Amihud e Murgia (1997) concluíram que o conteúdo informativo dos dividendos pode ser explicado por outros fatores que não a tributação. Al-Yahyaee, Pham e Walter (2011) analisaram a sinalização dos dividendos em mercados emergentes sem tributação sobre dividendos ou ganhos de capital, recorrendo a dados do mercado de Omã, considerando os anos de 1997 a 2005. Os autores concluíram que as mudanças nos dividendos transmitem, de facto, informação ao mercado, sendo que variações positivas transmitem informação positiva, o que resulta num aumento dos preços das ações e variações negativas resultam numa queda dos preços das ações. Assim, os autores encontraram suporte para refutar os modelos de sinalização baseados na tributação, concluindo que nestes países, a política de dividendos é uma das poucas maneiras de transmitir informação ao mercado acerca de resultados futuros.

## **2.5 Fatores Comportamentais**

As finanças comportamentais são uma corrente mais recente das finanças, que assume que os investidores se deixam influenciar por fatores psicológicos aquando do seu processo de tomada de decisões financeiras. Nesta ótica, é defendido que os investidores tendem a preferir dividendos a ganhos de capital.

Mesmo antes do aparecimento deste ramo de estudo, Gordon (1963) e Lintner (1962) apresentaram a falácia do “Pássaro na Mão”, introduzindo fatores como a aversão ao risco e a incerteza na política de dividendos, sugerindo que os investidores preferem os dividendos aos ganhos de capital porque os últimos

são mais incertos, logo envolvem mais risco e, assim, uma diminuição na distribuição de dividendos teria que ser compensada por um crescimento adicional nos resultados da empresa, para compensar o aumento do risco.

Shefrin e Statman (1984) defenderam que os dividendos e os ganhos de capital não devem ser tratados como substitutos perfeitos, sustentando que a razão para a preferência dos investidores pelo pagamento de dividendos está relacionada com o desejo de evitar arrependimentos futuros, com o autocontrolo e com uma maior facilidade por parte dos investidores para gastar o dinheiro recebido sob a forma de dividendos do que sob a forma de ganhos de capital, já que veem os primeiros como um rendimento corrente.

Baker e Wurgler (2004) desenvolveram a teoria de *catering* dos dividendos, defendendo que as empresas distribuem dividendos de acordo com as exigências dos seus investidores, ou seja, que os gestores atendem às preferências dos acionistas. No entanto, é importante sublinhar que o seu modelo e os seus resultados apenas dizem respeito às decisões das empresas em pagar ou não dividendos, e não ao montante pago. Estes autores concluíram que os investidores têm tendência para preferir empresas que paguem dividendos em períodos de fracas perspectivas de crescimento do mercado e de baixo sentimento e empresas que não paguem dividendos quando o sentimento acerca do crescimento é otimista.

Bozos et al. (2011) estudaram a teoria da sinalização num período de adversidade económica no mercado Londrino, entre 2006 e 2010, e observaram que a sinalização dos dividendos é mais forte durante períodos pessimistas e mais fraca durante períodos mais otimistas, baseando-se numa interação negativa encontrada entre o sentimento económico generalizado e o conteúdo informativo dos dividendos. Consequentemente, concluíram que as alterações dos dividendos têm menor impacto no mercado em períodos de estabilidade económica e crescimento, do que nos restantes períodos. Esta conclusão foi corroborada por Fuller e Goldstein (2011), que analisaram uma amostra de empresas do mercado norte-americano entre 1970-2007, concluindo que os investidores valorizam mais os dividendos em mercados que atravessam períodos de instabilidade económica, conferindo maior importância às alterações da política de dividendos em mercados que se encontram em declínio. Ainda neste contexto, Brown, Christensen, Elliott e Mergenthaler (2012) estudaram o impacto do sentimento do investidor nas decisões dos gestores de revelar informação ao mercado, para o caso do mercado norte-americano, no período compreendido entre 1998 e 2005, sugerindo que os investidores analisam com maior detalhe as divulgações dos gestores em períodos de baixo sentimento e em menor detalhe quando o sentimento é otimista, concluindo que existe uma relação entre o sentimento do investidor e as divulgações dos gestores e sugerindo que os gestores têm em conta o sentimento do investidor quando decidem que informação revelar ao mercado. Mian e Sankaraguruswamy (2012) testaram a influência do sentimento generalizado do investidor na reação do mercado norte-americano a anúncios de resultados entre 1972 e 2007, e observaram que a reação do mercado a boas notícias acerca dos resultados é mais forte em períodos de sentimento otimista, e que, em períodos de sentimento negativo, o mercado reage de forma mais significativa a más notícias acerca dos resultados.

Fidmorc e Jacob (2010) analisaram dados de 122 países, para o ano de 2014, e concluíram que a herança cultural também contribui para definir as preferências dos investidores, defendendo que em países com um individualismo forte e em que há tendência para evitar a incerteza, as empresas tendem a pagar dividendos relativamente mais altos, para agradarem aos investidores.

Vieira (2011) analisou o efeito do sentimento dos investidores ao anúncio da alteração dos dividendos em três mercados: Portugal, França e Reino Unido. No que respeita a Portugal, a autora não encontrou uma relação significativa entre o sentimento e a respetiva reação dos investidores. Contudo, encontrou evidência de que quando o sentimento é alto (otimista), a reação do mercado a um aumento dos dividendos é de maior relevância do que o teoricamente esperado, no caso do Reino Unido, enquanto que no mercado Francês, a reação ao anúncio da diminuição dos dividendos é menor do que a esperada, quando o sentimento é elevado. Fernandes, Gama e Vieira (2013), num estudo relativo ao mercado português, concluíram que Portugal é um mercado em que o sentimento tem uma influência significativa no comportamento dos investidores devido ao elevado coletivismo presente neste mercado.

## **2.6 Tendência do Pagamento de Dividendos**

É importante também observar a evolução do pagamento dos dividendos pelas empresas ao longo dos anos, para tentarmos perceber qual a tendência seguida pelas empresas acerca da política de dividendos. Fama e French (2001) estudaram o mercado norte-americano de 1926 a 1999, período em que a taxa sobre os dividendos era superior à aplicada aos ganhos de capital, partindo do princípio de que os dividendos tinham menor valor do que os ganhos de capital e que, então, as empresas que distribuíam dividendos se encontravam numa posição de desvantagem em relação às restantes. Ao observarem uma queda no pagamento dos dividendos por parte das empresas após 1978, os autores tentaram perceber quais os fatores que seriam determinantes para a decisão de pagamento de dividendos por parte das empresas, concluindo que as empresas que pagam dividendos tendem a ser as de maior dimensão, as mais rentáveis, e as que apresentam menores oportunidades de crescimento. Baker e Wurgler (2002) analisaram as possíveis causas para a diminuição da propensão das empresas americanas pagarem dividendos, analisando o período entre 1968 e 1999, concluindo que a melhor explicação para o comportamento das empresas face à sua política de dividendos se relaciona com a teoria de *catering*. DeAngelo, DeAngelo e Skinner (2004) estudaram a evolução do pagamento de dividendos por parte das empresas americanas no período compreendido entre 1978 e 2000 e verificaram que, embora tivessem ocorrido mudanças radicais na política de dividendos, estes não estavam a desaparecer, visto que os dividendos reais pagos pelas empresas aumentaram, apesar do número de empresas que paga dividendos ter diminuído de forma significativa. Segundo os seus resultados, as empresas que deixaram de pagar dividendos eram empresas que distribuíam dividendos baixos, e as que pagavam montantes elevados, aumentaram a sua distribuição, compensando assim a redução do número de empresas que pagavam dividendos. Os autores observaram que as empresas que deixaram de pagar

dividendos acabaram por ser adquiridas por outras, e, conseqüentemente abandonaram os mercados. Finalmente, concluíram que a redução do número de empresas que distribuía dividendos não podia ser explicado diretamente por fatores relacionados com as características dos dividendos, ou pelos rácios de pagamento.

Nos últimos anos tem-se verificado uma tendência para o aumento de aquisição de ações próprias por parte das empresas, método que pode ser visto como uma alternativa ao pagamento de dividendos, visto que também é uma maneira de remunerar os acionistas. Skinner (2008) recorreu a dados de empresas industriais norte-americanas de 1970 a 2005 para testar se, de facto, a recompra de ações está a substituir a distribuição de dividendos. O autor averiguou que esta tendência só se verifica em empresas rentáveis e de grande dimensão, que, apesar de continuarem a pagar dividendos, recorrem à aquisição de ações regularmente, e naquelas que apenas recorrem à aquisição de ações, mas cuja maioria nunca pagou dividendos, as quais são cada vez mais numerosas. Para as empresas que adquirem ações com regularidade, o autor encontrou uma forte relação entre os resultados da empresa e a recompra de ações. Skinner defendeu que este tipo de empresas irá adquirir cada vez mais importância nos próximos anos, sendo pouco provável que as novas empresas, ainda em crescimento, comecem a pagar dividendos. Assim, o autor concluiu que estes factos ajudam a explicar a diminuição do número de empresas que pagam dividendos, sugerindo que a aquisição de ações é atualmente a forma mais utilizada para remunerar os investidores.

Fatemi e Bildik (2012) estudaram a diminuição generalizada da distribuição de dividendos. Para isso, recorreram a uma amostra constituída por empresas de 33 países, cobrindo o período de 1985 a 2006. Os resultados evidenciam uma variação negativa e significativa no pagamento de dividendos, sendo esta persistente e consistente nos 33 países estudados. Conseqüentemente, os autores concluíram que os dividendos estão a diminuir a nível global. Os autores sugerem que a evolução dos mercados, que permite às empresas vender e recomprar ações facilmente, teve um papel crucial na redução da importância conferida aos dividendos. Os seus resultados mostraram que as empresas de maior dimensão, mais rentáveis e com menos oportunidades de crescimento são mais propensas ao pagamento de dividendos, o que vai ao encontro dos resultados obtidos por Fama e French (2001). De facto, as empresas com títulos cotados demonstraram uma tendência para diminuir a sua rentabilidade, mas apresentaram mais oportunidades de investimento, o que contribuiu para um declínio no número de empresas cotadas que distribuem dividendos. Fatemi e Bildik (2012) também observaram que a proporção de empresas que pagam dividendos varia consoante o tipo de indústria em que estão inseridas, sendo que o grupo das empresas de baixo valor de mercado, baixa ou média rentabilidade e boas oportunidades de crescimento é o que apresenta a menor proporção de empresas que distribuem dividendos. Registaram também um elevado grau de concentração dos dividendos, no sentido em que apenas as empresas de maior dimensão e mais rentáveis continuam a pagar dividendos. Os autores concluíram, então, que o fenómeno da diminuição dos dividendos é global e se deve, principalmente, às alterações nas características das empresas cotadas. Mais recentemente, Baker e Weigand (2015) concluíram que no mercado norte-americano há evidências de que a importância dos dividendos para os resultados dos investidores tem vindo a diminuir ao longo dos anos. De acordo com isto, Liu e Chen (2015), num estudo

relativo ao mercado norte-americano, defenderam até que, se os investidores não conseguirem reconhecer conteúdo informativo às variações dos dividendos os gestores podem mesmo parar de usar os dividendos como meio de informar o mercado acerca de resultados futuros, visto que deixam de obter os benefícios de mercado que daí advêm.

Neste contexto, será interessante analisar o efeito da crise financeira na política de dividendos das empresas, o que nos motivou para a elaboração deste trabalho.



### **3. Hipóteses, Amostra e Metodologia**

Neste capítulo vamos formular as hipóteses a testar, caracterizar a amostra e apresentar a metodologia que vamos utilizar. O objetivo é testar o comportamento do mercado português, no sentido de verificar quais os efeitos provocados no mercado pelas alterações nos dividendos e o impacto da crise financeira nesses mesmos efeitos.

#### **3.1 Hipóteses**

Neste trabalho pretendemos testar algumas hipóteses relacionadas com o conteúdo informativo dos dividendos no mercado Português, especificamente para as empresas cotadas na *Euronext Lisbon*. Esta dissertação tem como objetivo averiguar se, no caso português, se encontram evidências empíricas significativas das teorias mencionadas na revisão da literatura, como a sinalização dos dividendos e o impacto da crise financeira na política de distribuição dos mesmos e no seu conteúdo informativo. Para isso, vamos testar três hipóteses:

H1: Existe uma relação positiva entre as variações dos dividendos e a reação do mercado.

H2: A reação do mercado intensifica-se quando as variações dos dividendos e dos resultados por ação ocorrem na mesma direção.

H3: A reação do mercado às variações dos dividendos é mais pronunciada em períodos de crise financeira.

Neste sentido vamos considerar as rendibilidades anormais em torno do dia do anúncio dos dividendos como variável resposta e ajustar vários modelos de regressão linear para tentar identificar os fatores que mais influenciam as rendibilidades anormais e perceber como funciona essa dependência. Mais tarde vamos incluir o fator crise, através da introdução de uma variável *dummy*, representativa da recessão.

Vamos ter como base para este estudo o artigo de Bozos, Nikolopoulos e Ramgandhi (2011) que realizaram um estudo empírico com os mesmos objetivos para o mercado do Reino Unido.

#### **3.2 Amostra**

Para a elaboração do estudo empírico, vamos analisar o mercado português, recorrendo a uma amostra constituída pelas empresas não financeiras com títulos cotados na *Euronext Lisbon* (EL), que distribuíram dividendos no período compreendido entre 2006 e 2013. Adicionalmente vamos considerar dois subperíodos, um considerando o período de pré-recessão, entre 2006 e 2007, e outro de recessão, entre 2008 e 2013.

Após termos excluído as empresas de cariz financeiro e as que não distribuíram quaisquer dividendos no período considerado, obtivemos uma amostra composta por 31 empresas, correspondendo a um total de 217 variações de dividendos. A informação acerca dos dividendos distribuídos foi manualmente recolhida no *site* da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)<sup>2</sup>.

Apesar de algumas empresas presentes na amostra final terem distribuído, ocasionalmente, dividendos mais do que uma vez por ano, o nosso estudo considera apenas os anúncios anuais finais, ignorando assim os dividendos intercalares, pois, de acordo com Bozos et al. (2011):

*Following Lonie, Abeyratna, Power and Sinclair (1996), DeAngelo and DeAngelo (1990) and DeAngelo, DeAngelo and Skinner (1996), we focus on annual (final) dividend announcements instead of interim payments. As DeAngelo and DeAngelo (1990) argue, most of the statistical evidence and managerial surveys indicate that dividend policy is more often determined on an end-of-year basis. (p. 367)*

As cotações das ações foram recolhidas no *site* da *Yahoo Finance*<sup>3</sup> e a restante informação relativa às empresas foi recolhida na base de dados do Sistema de Análise de Dados Ibéricos (SABI). Finalmente, foi ainda necessário recorrer aos relatórios de contas das empresas, disponibilizados no *site* da CMVM<sup>2</sup>, para obtenção de informação complementar, relativa ao número de ações das empresas.

A recolha de dados resultou num total de 217 observações relativas às variações dos dividendos distribuídos e dos resultados entre 2006 e 2013, sendo que apenas 143 representam eventos de anúncios de dividendos e, portanto, apenas estas compõem a nossa amostra final. Esta redução no número de observações deveu-se ao facto de considerarmos as variações mesmo para anos em que não houve distribuição de dividendos, logo há 217 variações mas apenas 143 eventos de distribuição de dividendos. Como nos interessa estudar o impacto do anúncio da distribuição de dividendos, será este conjunto de 143 eventos que irá constituir a dimensão final da nossa amostra.

---

<sup>2</sup>[www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)

<sup>3</sup>[www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)

Na tabela 1 podemos observar a distribuição de frequências dos diferentes tipos de variações dos dividendos e dos resultados, considerando os dois subperíodos.

**Tabela 1: Frequências de Variação dos Dividendos e dos Resultados**

	2006-2007	2008-2013	TOTAL	%
<b>Painel A: Variação dos dividendos</b>				
$\Delta DIV < 0$	3	40	43	19,8%
$\Delta DIV = 0$	15	82	97	44,7%
$\Delta DIV > 0$	13	64	77	35,5%
<b>TOTAL</b>	31	186	217	100,0%
<b>Painel B: Variação dos resultados</b>				
$\Delta EPS < 0$	12	93	105	48,4%
$\Delta EPS > 0$	19	93	112	51,6%
<b>TOTAL</b>	31	186	217	100,0%

O Painel A apresenta o número de observações mediante o tipo de variação nos dividendos distribuídos ( $\Delta DIV$ ) e mediante o subperíodo (antes e durante a recessão). Existem 31 eventos no período pré-recessão e 186 no período de recessão. Ao analisarmos a tabela e os seus resultados podemos observar que, em 19,8% dos casos ocorreu uma diminuição nos dividendos distribuídos, em 44,7% dos casos não ocorreu qualquer tipo de variação e em 35,5% houve um aumento nos dividendos distribuídos relativamente ao ano anterior. A preponderância de aumentos de dividendos face às diminuições é consistente com a evidência de que as empresas apresentam alguma relutância em proceder à diminuição de dividendos, como é o caso de Lintner (1956). Podemos também observar que, no período pré-recessivo as variações negativas nos dividendos foram muito raras, registando apenas 3 eventos.

O Painel B apresenta o número de observações considerando a variação ocorrida nos resultados por ação ( $\Delta EPS$ ), também repartidas pelos dois subperíodos. O número de observações para as variações positivas e negativas nos resultados é bastante semelhante, correspondendo aproximadamente 50% das observações a cada um dos casos. No entanto, podemos observar que no período de pré-recessão, o rácio entre as variações positivas e negativas nos resultados por ação (19/12) é mais elevado do que no período de recessão, em que o número de observações dos dois casos é exatamente igual (93/93).

A tabela 2 apresenta as médias das variações dos dividendos distribuídos (Painel A) e dos resultados por ação (Painel B), assim como os resultados do teste-T para a comparação das médias entre os dois subperíodos, pré-recessão e recessão, tendo sido previamente estudada a normalidade dos subconjuntos de observações.

**Tabela 2: Médias das Variações dos Dividendos e dos Resultados por Ação**

	2006-2007	2008-2013	Teste-T	2006-2013
<b>Painel A: Médias das <math>\Delta</math>DIV</b>				
$\Delta$ DIV<0	-0,175	-0,131	-0,477	-0,134
$\Delta$ DIV=0	0,000	0,000	N/A	0,000
$\Delta$ DIV>0	0,139	0,064	1,356	0,077
$\Delta$ EPS<0	0,010	-0,025	0,781	-0,021
$\Delta$ EPS>0	0,062	0,012	1,201	0,021
<b>Total</b>	0,041	-0,006	1,564	0,001
<b>Painel B: Médias das <math>\Delta</math>EPS</b>				
$\Delta$ DIV<0	0,049	-0,329	1,924	-0,303
$\Delta$ DIV=0	0,080	-0,070	1,125	-0,046
$\Delta$ DIV>0	-0,091	0,179	-1,149	0,133
$\Delta$ EPS<0	-0,365	-0,362	-0,012	-0,363
$\Delta$ EPS>0	0,239	0,283	-0,389	0,275
<b>Total</b>	0,005	-0,040	0,382	-0,033

No painel A da Tabela 2 apresentamos as médias das variações dos dividendos para cada um dos subperíodos, para os três tipos de variações dos dividendos e para os dois tipos de variações dos resultados por ação. Podemos observar que, em média, a magnitude da variação dos dividendos é mais elevada no caso das diminuições de dividendos do que no caso dos aumentos. Os resultados do teste-T, que nos permite comparar as médias das variações dos dividendos distribuídos para os dois subperíodos, nunca são estatisticamente significativos. Concluimos assim que, em termos médios, não há diferenças significativas nas variações dos dividendos, entre períodos de pré-recessão e recessão, para nenhum dos tipos de variações consideradas quer para os dividendos, quer para os resultados por ação. A conclusão mantém-se válida quando se comparam todos os eventos que ocorreram em cada um dos subperíodos. Logo, podemos concluir que a diferença nas médias das variações dos dividendos entre os dois subperíodos não difere significativamente de zero. No entanto, podemos observar que as médias das variações dos dividendos são menores para ambas as variações nos resultados por ação ( $\Delta$ EPS<0 e  $\Delta$ EPS>0) no subperíodo correspondente à recessão económica (2008-2013), podendo isto indicar uma tendência para que as variações nos dividendos distribuídos durante a recessão sejam menores do que aquelas que se verificaram no período pré-recessão, mas não encontramos significância estatística para esta tendência.

No painel B da tabela 2 apresentamos as médias das variações dos resultados por ação, considerando os dois subperíodos e os diferentes tipos de variação quer dos dividendos, quer dos resultados por ação. Podemos observar que as médias das variações dos resultados por ação são consideravelmente mais baixas para o período compreendido entre 2008 e 2013 na maioria dos casos, o que pode ser explicado pela conjuntura de crise que caracteriza esse período. No entanto, também neste caso, os resultados do teste-T

não são estatisticamente significativos, indicando que não há diferenças significativas nos valores médios das variações dos resultados por ação entre os dois subperíodos, para nenhum dos tipos de variações dos dividendos e dos resultados por ação considerados. Assim concluímos que as médias das variações dos resultados por ação não diferem significativamente entre os dois subperíodos.

### 3.3 Metodologia

Neste ponto vamos fazer uma descrição dos procedimentos utilizados para o cálculo dos valores necessários ao nosso estudo empírico. Isto inclui o cálculo das rendibilidades anormais e das rendibilidades anormais acumuladas (RAA), que se trata da variável dependente, ou seja, os valores da variável resposta considerada neste estudo nos modelos de regressão linear, a descrição dos modelos de regressão linear e das variáveis que os compõem e, finalmente, o papel da recessão neste estudo que vai ser representado através da inclusão de uma variável *dummy* no modelo.

As rendibilidades foram calculadas para janelas temporais em torno do dia do anúncio dos dividendos, sendo que consideramos esse dia como  $T_0$ .

#### 3.3.1 Estimação das Rendibilidades Anormais

Começamos por calcular as rendibilidades anormais, tendo por base a equação do modelo de mercado, que reflete uma relação linear entre a rendibilidade do ativo  $i$  ( $R_i$ ) e a rendibilidade do mercado ( $R_m$ ), no momento  $t$ , de acordo com a seguinte expressão:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

As rendibilidades dos diferentes ativos ( $R_{i,t}$ ), assim como a rendibilidade do mercado ( $R_{m,t}$ ), foram calculadas considerando uma janela temporal de 80 dias antes do anúncio dos dividendos ( $T_{-90}$ ;  $T_{-10}$ ). Os valores de ambas as rendibilidades foram calculados através da fórmula  $R_t = \ln(R_{t-1}) - \ln(R_t)$  e, para a rendibilidade do mercado, considerámos como base o índice bolsista PSI-20.

Após o cálculo das rendibilidades mencionadas, ajustámos um modelo de regressão para obter as estimativas dos coeficientes necessários para o cálculo das rendibilidades anormais dos ativos ( $RA_i$ ), que apresentamos de seguida (2). Substituindo  $\varepsilon_{i,t}$  pelas rendibilidades anormais diárias dos ativos ( $RA_{i,t}$ ) e rearranjando a equação (1), obtemos a seguinte expressão:

$$RA_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{m,t}) \quad (2)$$

Com base na equação (2), procedemos ao cálculo das rendibilidades anormais diárias dos ativos ( $RA_{i,t}$ ) para uma janela temporal ( $T_{-10}; T_{+10}$ ). De seguida, utilizámos as rendibilidades anormais diárias para calcular as rendibilidades anormais médias diárias ( $RAM_t$ ) para uma janela temporal ( $T_{-5}; T_{+5}$ ), da seguinte forma:

$$RAM_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n RA_{i,t} \quad (3)$$

O valor do  $n$  corresponde ao número total de eventos, 143 para a nossa amostra.

As rendibilidades anormais diárias também foram utilizadas para o cálculo das rendibilidades anormais acumuladas diárias dos ativos ( $RAA_{i,t}$ ) e das suas médias ( $RAAM_t$ ) para três janelas temporais ( $T_{-1}; T_{+1}$ ), ( $T_{-1}; T_0$ ) e ( $T_0; T_{+1}$ ), que englobam o período imediatamente antes e depois do anúncio dos dividendos:

$$RAA_{i,t} = \sum_t^T RA_{i,t} \quad (4)$$

$$RAAM_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n RAA_{i,t} \quad (5)$$

### 3.3.2. Fatores Determinantes das Rendibilidades Anormais

No sentido de identificar os fatores que mais influenciam as rendibilidades anormais observadas em torno do dia de anúncio dos dividendos procedemos a uma análise de regressão, considerando vários modelos. A variável dependente considerada no modelo corresponde às rendibilidades anormais acumuladas ( $RAA$ ) para uma janela temporal de três dias: o dia do anúncio, e os dias anterior e posterior ( $T_{-1}; T_{+1}$ ). A escolha desta janela temporal deve-se ao facto de se ter verificado que esta apresentava significância estatística em mais situações, de acordo com o resultado apresentado no Painel B da Tabela 3. As duas variáveis explicativas principais são a variação dos dividendos e dos resultados por ação, divididas pelo preço das ações dez dias antes do anúncio dos dividendos ( $P_i$ ),  $(\Delta DIV/P_i)$  e  $(\Delta EPS/P_i)$ , respetivamente. Vamos também considerar uma série de variáveis de controlo, por terem sido consideradas relevantes na explicação da política de dividendos em estudos anteriores, como Bernard e Thomas (1989) e Bozos et al. (2011). Desta forma, vamos usar a rendibilidade absoluta média das ações ( $AVR$ ) para uma janela temporal de 5 dias ( $T_{-5}; T_{-1}$ ), como *proxy* para o *momentum* do preço das ações, e o logaritmo do preço das ações no dia do anúncio dos dividendos ( $LNPRICE$ ), como uma *proxy* para os custos diretos de transação.<sup>4</sup>

O modelo pode ser expresso do seguinte modo:

---

<sup>4</sup>As variáveis relativas aos volumes de transação e à estrutura acionista das empresas foram excluídas do nosso estudo devido à falta de informação disponível relativa ao mercado português.

$$RAA (T_{-1}; T_{+1}) = \alpha + \beta_1(\Delta DIV/P_i) + \beta_2(\Delta EPS/P_i) + \beta_3AVR (T_{-5}; T_{-1}) + \beta_4LNPRICE (T_0) + \varepsilon \quad (6)$$

Sendo que esta expressão correspondente ao modelo 2 do nosso estudo.

Onde RAA corresponde às rendibilidades anormais acumuladas,  $(\Delta DIV/P_i)$  e  $(\Delta EPS/P_i)$  são as variações dos dividendos e dos resultados por ação, respetivamente, divididas pelo preço das ações dez dias antes do anúncio ( $P_i$ ), AVR é a rendibilidade absoluta média das ações e LNPRICE é o logaritmo do preço das ações no dia do anúncio.

### 3.3.3 O papel da Crise Financeira

No início do ano de 2008 instalou-se uma crise financeira a nível mundial que veio transformar por completo as condições económicas estabelecidas. No caso do mercado português, a situação não foi diferente e o ambiente económico vivido no nosso país alterou-se de forma considerável. Observe-se a taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) português que sofreu uma diminuição acentuada no ano de 2008 (Figura 1), tendo mesmo chegado ao valor negativo de -2,98% no ano de 2009. Houve uma melhoria de 2009 a 2010, no entanto a partir de 2011 a taxa de crescimento do PIB voltou a diminuir drasticamente, começando em 2012 a verificar-se uma recuperação. Esta recessão não só se manteve nos anos a seguir a 2008 como ainda continua a ser sentida em Portugal, sendo que muitos economistas defendem que ainda nos encontramos em plena crise financeira.

**Figura 1: Taxa de crescimento do PIB a preços constantes**



Fonte: [www.pordata.pt](http://www.pordata.pt)

Desta forma, julgámos pertinente analisar os efeitos que esta crise pode ter tido na distribuição de dividendos por parte das empresas portuguesas, bem como nas reações do mercado às alterações dos dividendos e dos resultados. De seguida, considerando uma variável *dummy* (RECESS) para identificação do

período de recessão, assumindo o valor 1 nos anos de recessão (2008-2013), e o valor 0 nos anos pré-recessão (2006-2007), adaptámos o modelo de regressão linear apresentado em (6), passando agora a ser o seguinte:

$$RAA (T_{-1}; T_{+1}) = \alpha + \beta_1(\Delta DIV/P_i) + \beta_2(\Delta EPS/P_i) + \beta_3AVR (T_{-5}; T_{-1}) + \beta_4LNPRICE (T_0) + \beta_5RECESS + \varepsilon \quad (7)$$



## 4. Resultados Empíricos

Neste capítulo vamos apresentar os resultados empíricos resultantes da aplicação dos métodos referidos anteriormente e proceder à respetiva análise e interpretação.

### 4.1 Reações dos Preços das Ações aos Anúncios dos Dividendos

Começamos por apresentar os valores das RAM e das RAAM calculadas para as janelas temporais mencionadas anteriormente, assim como os resultados do teste-T bilateral, indicados entre parêntesis, com o objetivo de testar a significância estatística das médias apresentadas na Tabela 3, sendo que n representa o número de eventos da nossa amostra.

**Tabela 3: Rendibilidades Anormais Médias e Rendibilidades Anormais Acumuladas Médias**

Painel A: Rendibilidades Anormais Médias (RAM)				
Dia (t)	Todos os eventos	$\Delta DIV < 0$	$\Delta DIV = 0$	$\Delta DIV > 0$
T-5	-0,22% (-1,04)	-0,54% (-1,70)	0,06% (0,20)	-0,27% (-0,79)
T-4	0,37% (1,79)	0,56% (0,71)	0,73% (2,63)**	0,11% (0,46)
T-3	-0,32% (-1,43)	-1,02% (-1,64)	0,08% (0,28)	-0,30% (-0,94)
T-2	0,44% (1,76)	1,29% (1,33)	-0,13% (-0,56)	0,46% (1,48)
T-1	0,30% (1,95)	0,04% (0,10)	0,22% (0,90)	0,42% (1,93)
T0	-0,09% (-0,53)	0,05% (0,09)	-0,18% (-0,80)	-0,09% (-0,37)
T+1	0,46% (2,25)**	0,56% (1,34)	0,24% (0,76)	0,55% (1,74)
T+2	0,13% (0,53)	-0,20% (-0,44)	-0,07% (-0,19)	0,35% (0,89)
T+3	0,29% (1,40)	1,18% (2,29)**	-0,07% (-0,25)	0,19% (0,64)
T+4	-0,10% (-0,65)	-0,34% (-0,67)	-0,08% (-0,34)	-0,04% (-0,19)
T+5	0,23% (0,78)	0,73% (0,91)	-0,27% (-0,52)	0,33% (0,85)

Painel B: Rendibilidades Anormais Acumuladas Médias (RAAM)				
Janela Temporal	Todos os eventos	$\Delta DIV < 0$	$\Delta DIV = 0$	$\Delta DIV > 0$
T-1; T+1	0,67% (2,36)**	0,64% (0,97)	0,29% (0,65)	0,88% (2,09)**
T-1; T0	0,21% (0,87)	0,08% (0,13)	0,04% (0,12)	0,33% (1,01)
T0; T+1	0,37% (1,51)	0,61% (0,90)	0,07% (0,19)	0,46% (1,28)

\*\* : Significativamente diferente de zero ao nível de 1%.

No painel A da tabela 3 apresentamos as  $RAM_t$  para a janela temporal (T-5; T+5) em torno do dia do anúncio do dividendo. Na primeira coluna encontram-se os resultados correspondentes à totalidade dos 143 eventos considerados na nossa amostra, na segunda coluna os eventos correspondentes a uma variação negativa dos dividendos e na terceira e quarta os eventos correspondentes às variações nulas e positivas dos dividendos, respetivamente. Nos dias anteriores ao anúncio dos dividendos (T-5; T-1), os valores encontrados, na sua maioria, não diferem muito de zero, com a exceção do quarto dia antes do anúncio (T-4), em que a rendibilidade anormal média difere significativamente de zero para as variações nulas nos dividendos. No dia do anúncio (T0), a RAM para o conjunto global de eventos é de -0,09%, no entanto, de acordo com o teste T, este valor não difere significativamente de zero. Contrariando a Hipótese 1, que assumia uma relação positiva entre a variação dos dividendos e a reação do mercado, o valor da RAM no dia do anúncio (T0) é negativo (-0,09%) para os casos em que a variação dos dividendos foi positiva, e o valor associado às variações negativas nos dividendos é positivo (0,05%), no entanto este impacto não deve ser considerado significativo em nenhum dos casos considerados, pois nenhum deles difere significativamente de zero. Isto pode dever-se ao facto do mercado português não reagir de imediato aos anúncios de distribuição de dividendos, o que sugere que o mercado não é eficiente, no sentido em que não reage de imediato à informação recebida. Adicionalmente, os resultados sugerem que o mercado pode reagir de forma adversa ao anúncio da variação dos dividendos, indo ao encontro de resultados obtidos anteriormente, como sejam os casos dos estudos de Asquith e Mullins (1983) e Vieira e Raposo (2007). De um modo geral, estes resultados indicam uma reação lenta por parte do mercado português ao anúncio da variação dos dividendos.

O facto de termos obtido poucos valores com significância estatística pode ser devido a uma assimetria de informação reduzida no mercado português, visto que em Portugal o capital é bastante concentrado, isto é, a maioria dos grandes acionistas está de alguma forma envolvida na empresa, pelo que poderão ter conhecimento da política de dividendos adotada pela empresa, mesmo antes de esta ser transmitida ao mercado. Deste modo, faz algum sentido que os anúncios das variações dos dividendos e dos resultados não provoquem reações significativas no mercado, ao contrário do que acontece em mercados de capitais mais desenvolvidos, como o Reino Unido ou os Estados Unidos. Assim, encontra-se uma evidência fraca para a hipótese da sinalização dos dividendos no mercado português.

No painel B da tabela 3 apresentamos as rendibilidades anormais acumuladas médias (RAAM) para três janelas temporais diferentes:  $(T_{-1}; T_{+1})$ ,  $(T_{-1}; T_0)$  e  $(T_0; T_{+1})$ . Segundo Bozos et al. (2011) *“The accumulation of abnormal reactions around the event day aims to capture the entire information content of the announcement and allow for slower responses to be incorporated in the next steps of analysis.”* (p.369).

As rendibilidades anormais acumuladas médias (RAAM) para o conjunto global dos eventos são positivas e variam entre 0,21% e 0,67%, o que vai ao encontro da evidência de Bozos et al. (2011). No entanto, apenas a RAAM calculada para a primeira janela temporal  $(T_{-1}; T_{+1})$  apresenta valores estatisticamente significativos, para um nível de significância de 1%. A única outra RAAM que difere significativamente de zero é a que corresponde a uma variação positiva nos dividendos, novamente para a primeira janela temporal de três dias. É devido a esse facto que vai ser a janela temporal escolhida para a variável dependente a usar no modelo de regressão linear. Ao contrário do que aconteceu em estudos anteriores realizados em mercados mais desenvolvidos, todas as rendibilidades anormais acumuladas médias são positivas, no entanto nas janelas temporais mais curtas as RAAM associadas às variações nulas nos dividendos aproximam-se de zero e mesmo as RAAM associadas às variações negativas nos dividendos não diferem significativamente de zero, o que vai ao encontro dos resultados de estudos anteriores como o de Bozos et al. (2011). As reações do mercado às variações positivas nos dividendos aparentam ser mais pronunciadas do que as reações às variações negativas quando analisamos a janela temporal mais longa de três dias, uma vez que o único caso em que se obtém um valor estatisticamente significativo da RAAM é para o caso em que houve variações positivas nos dividendos. Isto contraria a evidência de uma reação assimétrica à variação dos dividendos, segundo a qual o mercado reage de forma mais pronunciada às diminuições dos dividendos, do que aos aumentos (Lang e Litzemberger, 1989; Asquith e Mullins, 1983; Liu et al., 2008).

## **4.2 Determinantes das Rendibilidades Anormais**

Visto que o nosso estudo tem como foco avaliar a influência da crise financeira no conteúdo informativo dos dividendos, vamos analisar a variação do comportamento das rendibilidades anormais consoante as variações dos resultados por ação das empresas, bem como consoante o período em análise, isto é, antes e durante a recessão. Assim, na tabela 4 apresentamos as médias das rendibilidades anormais acumuladas (RAA) para uma janela temporal de três dias  $(T_{-1}; T_{+1})$  para cada um dos tipos de variações dos dividendos, assim como os resultados do teste-T (entre parênteses). Apresentamos também as diferenças das médias encontradas, bem como os valores do teste-T respetivo. No painel A, as médias encontram-se divididas pelos dois tipos de variações dos resultados por ação, que representam o desempenho das empresas.

**Tabela 4: Rendibilidades Anormais Acumuladas Médias**

<b>Painel A: Rendibilidades Anormais Acumuladas Médias (RAAM) por Resultado e por Dividendo</b>				
	<b>Todas as <math>\Delta</math>DIV</b>	<b><math>\Delta</math>DIV&lt;0</b>	<b><math>\Delta</math>DIV=0</b>	<b><math>\Delta</math>DIV&gt;0</b>
<b><math>\Delta</math>EPS&gt;0</b>	0,71% (2,07)**	-0,93% (-0,89)	0,02% (0,04)	1,25% (2,83)**
<b><math>\Delta</math>EPS&lt;0</b>	0,62% (1,35)	1,38% (1,74)	0,52% (0,77)	0,25% (0,30)
<b>DIF.</b>	0,09% (-0,15)	-2,32% (1,76)	-0,49% (0,57)	1,00% (-1,05)
<b>Painel B: Rendibilidades Anormais Acumuladas Médias (RAAM) por Período e por Dividendo</b>				
	<b>Todas as <math>\Delta</math>DIV</b>	<b><math>\Delta</math>DIV&lt;0</b>	<b><math>\Delta</math>DIV=0</b>	<b><math>\Delta</math>DIV&gt;0</b>
<b>RECESS=0</b>	2,14% (2,19)**	1,64% (1,21)	2,81% (1,31)	2,00% (1,45)
<b>RECESS=1</b>	0,41% (1,47)	0,51% (0,69)	-0,06% (-0,17)	0,65% (1,54)
<b>DIF.</b>	1,73% (1,70)	1,13% (0,73)	2,88% (1,32)	1,35% (0,94)

\*\* : Significativamente diferente de zero para um nível de 1%

No painel A podemos observar que, considerando as variações globais nos dividendos, as rendibilidades anormais acumuladas médias são mais elevadas para os aumentos dos resultados, obtendo-se neste caso um valor significativamente diferente de zero, o que vai ao encontro dos resultados de Bozos et al. (2011). Também a RAAM associada a variações positivas dos dividendos quando os resultados por ação também aumentam difere significativamente de zero, o que vai ao encontro dos resultados de Kane, Lee e Marcus (1984) e Easton (1991), sugerindo um reforço do conteúdo informativo dos aumentos dos dividendos, quando acompanhados de variações no resultado no mesmo sentido, o que vem confirmar a Hipótese 2, de que a reação do mercado é mais pronunciada quando as variações dos dividendos e dos resultados por ação ocorrem na mesma direção, embora para as variações positivas apenas. De facto, Bozos et al. (2011), encontrou evidência de que as RAAM aparentam ser mais pronunciadas quando os resultados e os dividendos variam na mesma direção. Contudo, e apesar das diferenças entre as médias serem mais pronunciadas para as variações negativas e positivas dos dividendos, do que para os dividendos constantes, as diferenças entre as médias da variação dos dividendos considerando o tipo de variações dos resultados não são estatisticamente significativas em nenhum dos casos.

No painel B as médias encontram-se divididas por subperíodo, pré-recessão e recessão. Observamos que as rendibilidades anormais acumuladas são, em média, mais pronunciadas no período anterior à recessão, o que contraria os resultados encontrados por Bozos et al. (2011) para o mercado do Reino Unido. Sendo que o único valor que difere significativamente de zero é o correspondente a todo o tipo de variações dos dividendos no período anterior à recessão. Este resultado sugere que a reação do mercado português aos

anúncios da variação dos dividendos, ou seja, a hipótese do conteúdo informativo, passou a ser menos pronunciada quando entrámos num período de recessão. Contudo, em termos médios, a diferença das rendibilidades anormais acumuladas médias entre ambas as situações (pré-recessão e recessão) não difere significativamente de zero em nenhuma das situações consideradas.

De seguida, na Tabela 5, apresentamos a matriz de correlações entre as variáveis consideradas nos nossos modelos de regressão (Painel A), assim como as estatísticas descritivas de cada uma das delas (Painel B).

**Tabela 5: Variáveis explicativas e de controlo**

	RAA (T-1; t+1)	$\Delta\text{DIV}/P_i$	$\Delta\text{EPS}/P_i$	AVR	LNPRICE	RECESS
<b>Painel A: Matriz de Correlação das Variáveis</b>						
RAA (T-1; t+1)	1,00					
$\Delta\text{DIV}/P_i$	0,06	1,00				
$\Delta\text{EPS}/P_i$	0,03	0,36**	1,00			
AVR	0,30**	-0,11	0,10	1,00		
LNPRICE	0,05	-0,12	-0,06	0,02	1,00	
RECESS	-0,18*	-0,06	0,05	-0,10	-0,20*	1,00
<b>Painel B: Estatísticas Descritivas das Variáveis</b>						
Média	0,007	0,006	0,009	0,001	1,049	0,853
Desvio-Padrão	0,034	0,046	0,270	0,0103	0,902	0,355
Mediana	0,002	0,001	0,001	0,000	1,089	1,000
Mínimo	-0,112	-0,232	-1,430	-0,037	-1,204	0,000
Máximo	0,118	0,311	1,639	0,051	2,805	1,000
N	143					

\*, \*\*: Significativamente diferente de zero para um nível de 5% e 1%, respetivamente.

Da análise do painel A, verificamos que os coeficientes de correlação mais elevados se observam na relação entre as variáveis RAA e AVR, isto é, há uma correlação positiva e significativa entre as rendibilidades anormais acumuladas nos três dias em torno do anúncio e a rendibilidade absoluta média das ações; e entre as variáveis  $\Delta\text{DIV}/P_i$  e  $\Delta\text{EPS}/P_i$ , traduzindo a existência de uma correlação positiva e significativa entre as variações dos dividendos e dos resultados por ação, indicando que variações positivas dos dividendos são tendencialmente acompanhadas por variações positivas dos resultados, em termos médios. Importa salientar ainda uma correlação negativa e significativa entre o logaritmo do preço das ações e a variável indicadora do período de recessão, traduzindo uma tendência para se registarem preços das ações mais baixos no período de recessão, em termos médios.

Quanto aos valores das estatísticas descritivas (painel B), podemos observar que a média das RAA, nos três dias em torno do anúncio, é de 0,007, e que esta variável apresenta uma mediana de 0,002 e um desvio-padrão de 0,034. Quanto à variação do *dividend yield* ( $\Delta\text{DIV}/P_i$ ) tem uma média de 0,006, uma mediana de 0,001 e um desvio-padrão de 0,046. Na nossa amostra esta variável ( $\Delta\text{DIV}/P_i$ ) atinge um valor mínimo de -

0,232 e um máximo de 0,311. Para a variável  $\Delta EPS/P_i$ , a média é de 0,009 e a mediana é de 0,001, uma diferença considerável que indica que os valores mais baixos da  $\Delta EPS/P_i$  são mais frequentes, embora se registem alguns valores mais elevados, estes ocorrem com menor frequência. O valor do desvio-padrão de 0,270, o que sugere uma enorme variabilidade dos valores da  $\Delta EPS/P_i$  em relação à média. Esta grande dispersão é também visível na grande diferença registada entre o valor mínimo e o máximo. O valor mínimo que esta variável  $\Delta EPS/P_i$  atinge na nossa amostra é de -1,430 e o máximo é de 1,639. A média da variável correspondente às rendibilidades absolutas médias das ações para um período de 5 dias antes do anúncio dos dividendos (AVR) é de 0,001 muito próxima de zero, o que não é surpreendente e vai ao encontro dos resultados de Bozos et al. (2011). Quanto ao logaritmo do preço das ações no dia do anúncio dos dividendos (LNPRICE), tem uma média de 1,049 que não difere muito da mediana de 1,089, mas apresenta um desvio-padrão considerável de 0,902, apontando para a existência de uma grande variabilidade dos valores do logaritmo do preço das ações em relação à sua média, ou seja, observou-se uma grande variabilidade nos valores registados para os preços das ações.

Na tabela 6 apresentamos os resultados dos quatro modelos de regressão que foram estimados, com o objetivo de testar as três hipóteses estabelecidas para o nosso estudo. No primeiro modelo usamos apenas as variações dos dividendos e dos resultados como variáveis explicativas para testarmos a reação do mercado, no sentido de verificar a Hipótese 1. No modelo 2 introduzimos as variáveis de controlo já mencionadas. No terceiro modelo acrescentamos o fator crise, através da inclusão no modelo da variável *dummy*, RECESS, para testarmos o impacto da crise financeira nas reações do mercado, e proceder à validação da Hipótese 3. Finalmente, no modelo 4, avaliamos a Hipótese 2, através da introdução da variável de interação entre as variações dos dividendos e dos resultados por ação. Apresentamos também, entre parênteses, os resultados do testes-T para apurar a significância estatística das variáveis explicativas, assim como do teste-F, para testar a significância estatística global de cada um dos modelos e os valores do  $R^2$  ajustado<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup>Utilizamos os valores do  $R^2$  ajustado porque o  $R^2$  pode ser indevidamente incrementado por regressores que não são significativos.

**Tabela 6: Coeficientes estimados através das regressões dos mínimos quadrados das rendibilidades anormais**

	<b>Modelo 1</b>	<b>Modelo 2</b>	<b>Modelo 3</b>	<b>Modelo 4</b>
<b>Constante</b>	0,0064 (0,0273)**	0,0032 (0,7451)	0,0158 (1,8445)	0,0027 (0,6289)
<b><math>\Delta</math>DIV/Pi</b>	0,0453 (0,4999)	0,0895 (1,3743)	0,0762 (1,1696)	0,0928 (1,4199)
<b><math>\Delta</math>EPS/Pi</b>	0,0010 (0,9271)	-0,0054 (-0,4916)	-0,0038 (-0,3471)	-0,0035 (-0,3128)
<b>AVR</b>		1,0364 (3,8563)**	0,9829 (3,6568)**	1,0150 (3,7523)**
<b>LNPRICE</b>		0,0020 (0,6541)	0,0009 (0,2918)	0,0021 (0,6919)
<b>RECESS</b>			-0,0133 (-1,6947)	
<b>(<math>\Delta</math>DIV/Pi) x (<math>\Delta</math>EPS/Pi)</b>				0,0714 (0,7829)
<b>R<sup>2</sup> Ajustado</b>	-1,00%	7,81%	9,04%	7,55%
<b>F</b>	0,2936	4,0054**	3,8222**	3,3180**

\*\* : Significativamente diferente de zero para um nível de 1%.

O Modelo 1 considera como variáveis explicativas aquelas que julgamos serem as que mais influenciam, que são a  $\Delta$ DIV/Pi a  $\Delta$ EPS/Pi, no sentido de testar a capacidade explicativa dos dividendos e dos resultados em relação às rendibilidades anormais, respetivamente. Este modelo não tem significado do ponto de vista estatístico, uma vez que se conclui que os coeficientes das variáveis explicativas consideradas não diferem significativamente de zero, logo as variáveis explicativas consideradas não são significativas para explicar as variabilidades anormais. De facto, neste modelo, só o termo constante difere significativamente de zero, pelo que este modelo não tem interesse pois não ajuda a explicar as variabilidades das rendibilidades anormais acumuladas.

No Modelo 2 incluímos duas variáveis de controlo face ao primeiro modelo, AVR e LNPRICE. O valor do R<sup>2</sup> ajustado é de 7,81%, o que representa uma melhoria considerável da capacidade explicativa do modelo em relação ao anterior, devido à introdução da variável AVR. No entanto, o ajustamento do modelo é fraco, visto que as quatro variáveis explicativas só conseguem explicar 7,81% da variação das rendibilidades anormais acumuladas, em termos médios. O valor de F é de 4,0054 e o modelo é estatisticamente significativo para um nível de 1%. A única variável de controlo estatisticamente significativa é a rendibilidade absoluta média das ações (AVR), com um nível de significância de 1%, o que traduz que AVR influencia de forma estatisticamente significativa e positivamente a variável dependente. Podemos afirmar que um aumento unitário na rendibilidade absoluta média das ações, mantendo inalterados os valores das restantes variáveis, provoca um aumento de 1,04 nas rendibilidades anormais acumuladas, em termos médios. Este facto pode

significar que o mercado português reage mais à evolução do preço das ações antes do anúncio dos dividendos do que ao anúncio em si.

No Modelo 3 introduzimos o fator crise através da variável *dummy* (RECESS), já definida anteriormente, a qual não apresenta significância estatística para o modelo. O  $R^2$  ajustado é de 9,04%, isto é, as variáveis explicativas inseridas neste modelo só conseguem explicar 9,04% da variação das rendibilidades anormais acumuladas, em termos médios. Este resultado é superior ao dos modelos anteriores, mas ainda representa um fraco ajustamento do modelo. O valor de F é de 3,8222, inferior ao modelo anterior, mas com significância estatística para um nível de 1%. À semelhança do modelo anterior, a única variável com significância estatística continua a ser AVR e podemos afirmar que, com base neste modelo, um aumento unitário na rendibilidade absoluta média das ações, mantendo inalterados os valores das restantes variáveis, provoca um aumento de 0,9829 nas rendibilidades anormais acumuladas, em termos médios. O coeficiente associado à variável RECESS é negativo, o que vai ao encontro das expectativas, visto que reflete uma diminuição nas rendibilidades anormais acumuladas durante o período de recessão. Contudo, este valor não apresenta significância estatística.

Finalmente, no Modelo 4, considerámos uma variável de interação entre os dividendos e os resultados, introduzindo a variável de interação  $(\Delta DIV/P_i) \times (\Delta EPS/P_i)$  e retirando a variável correspondente à recessão (RECESS). Apesar de não apresentar significância estatística, o coeficiente estimado para esta variável de interação é positivo, o que vai ao encontro das nossas expectativas, visto que indica que as rendibilidades anormais acumuladas tendem a aumentar quando as variações dos dividendos e dos resultados variam na mesma direção, reforçando os resultados obtidos na tabela 4, painel A e dando suporte à evidência de Bozos et al. (2011). O  $R^2$  ajustado apresenta um valor de 7,55%, indicando que com este modelo as variáveis explicativas só conseguem explicar 7,55% da variação das rendibilidades anormais acumuladas, em termos médios, o que representa uma redução da capacidade explicativa em relação aos dois modelos anteriores. O teste -F tem um valor de 3,3180, e o modelo é estatisticamente significativo a um nível de significância de 1%. Mais uma vez, a única variável com significância estatística é AVR, com um coeficiente de 1,0150, o qual nos permite concluir que um aumento unitário na rendibilidade absoluta média das ações, mantendo inalterados os valores das restantes variáveis, provoca um aumento de 1,0150 nas rendibilidades anormais acumuladas, em termos médios.



### 4.3 Testes de Robustez: Sinalização dos Dividendos e Adversidade Económica

Para podermos testar a robustez dos resultados obtidos até agora, e de acordo com os procedimentos adotados por Bozos et al. (2011), vamos dividir a nossa amostra através de diferentes estratificações e voltar a testar as hipóteses já mencionadas, usando o modelo de regressão linear que se segue:

$$RAA (T_{-1}; T_{+1}) = \alpha + \beta_1(\Delta DIV/P_i) + \beta_2(\Delta EPS/P_i) + \gamma CVC + \varepsilon \quad (8)$$

Em que CVC (A), utilizado na primeira estratificação, corresponde ao primeiro conjunto de variáveis de controlo, composto pelas rendibilidades absolutas médias das ações (AVR) e LNPRICE e CVC (B), utilizado na segunda estratificação, é composto por ACR, LNPRICE e a variável de interação entre os dividendos e os resultados  $[(\Delta DIV/P_i) \times (\Delta EPS/P_i)]$ .

Na tabela 7 apresentamos os coeficientes padronizados resultantes do modelo de regressão (8) para variações positivas e negativas dos resultados (painel A) e para os dois subperíodos da amostra (Painel B).

**Tabela 7: Coeficientes Padronizados Estimados através das Regressões dos Mínimos Quadrados das Rendibilidades Anormais**

<b>Painel A: Estratificação Simples por Performance dos Resultados</b>		
	<b>ΔEPS&lt;0</b>	<b>ΔEPS&gt;0</b>
<b>ΔDIV/P<sub>i</sub></b>	0,058 (0,408)	0,190 (1,632)
<b>ΔEPS/P<sub>i</sub></b>	-0,024 (-0,176)	0,028 (0,227)
<b>Conjunto das Variáveis de Controlo</b>		
<b>N</b>	<b>CVC (A)</b>	<b>CVC (A)</b>
<b>R<sup>2</sup> Ajustado</b>	68	75
<b>F</b>	5,5%	7,1%
	1,975	2,417
<b>Painel B: Estratificação Simples por Período</b>		
	<b>RECESS=0</b>	<b>RECESS=1</b>
<b>ΔDIV/P<sub>i</sub></b>	0,164 (0,780)	0,068 (0,670)
<b>ΔEPS/P<sub>i</sub></b>	0,079 (0,345)	-0,016 (-0,153)
<b>Conjunto das Variáveis de Controlo</b>		
<b>N</b>	<b>CVC (B)</b>	<b>CVC (B)</b>
<b>R<sup>2</sup> Ajustado</b>	21	122
<b>F</b>	17,8%	2,7%
	1,869	1,667

Os Betas padronizados permitem-nos fazer uma comparação direta entre as magnitudes de cada efeito considerado. Quanto à estratificação representada no painel A, podemos observar que os coeficientes da variável  $\Delta\text{DIV}/\text{Pi}$  são mais elevados do que os da variável  $\Delta\text{EPS}/\text{Pi}$ , sendo que a diferença entre os dois é mais pronunciada na amostra correspondente a variações positivas dos resultados, o que reflete uma maior importância do conteúdo informativo dos dividendos relativamente ao dos resultados, apesar de não ter sido encontrada qualquer significância estatística para fundamentar esta conclusão. Este resultado contraria a Hipótese 3 do nosso estudo e o pressuposto de que o conteúdo informativo dos dividendos tem mais impacto quando as empresas enfrentam períodos de fraco desempenho económico (Bozos et al., 2011). A estratificação apresentada no painel B corresponde à distinção entre o período anterior à recessão ( $\text{RECESS}=0$ ) e durante a recessão ( $\text{RECESS}=1$ ). Mais uma vez, constatamos que os coeficientes relativos às variações dos dividendos são maiores do que os relativos às variações dos resultados. Para o período da amostra correspondente à recessão, o impacto das variações dos dividendos é menor do que o verificado antes da recessão, o que confirma os resultados obtidos no painel A de que o conteúdo informativo dos dividendos tem um menor impacto quando as empresas se encontram em situação de crise financeira, mais uma vez contrariando a Hipótese 3 e os resultados de Bozos et al. (2011). No entanto, também para esta estratificação, não foi encontrada qualquer significância estatística.

## 5. Conclusões

Neste estudo propusemo-nos testar a teoria de sinalização dos dividendos no mercado português, dando particular atenção ao impacto da crise financeira nas reações do mercado, bem como às variações dos dividendos distribuídos e dos resultados das empresas. Para tal, recorremos a uma amostra composta pelas empresas não financeiras com títulos cotados na *Euronext Lisbon*, que tivessem anunciado a distribuição de dividendos no período compreendido entre 2006 e 2013.

Neste estudo encontraram-se poucos resultados estatisticamente significativos, facto que pode ser explicado pela tipologia estrutural do mercado português, nomeadamente no que respeita à concentração de capital nas empresas portuguesas e à assimetria de informação. Teoricamente, os mercados reagem aos anúncios de variações dos dividendos devido ao conteúdo informativo presente nesses anúncios, no entanto isto não funciona no mercado português. O mercado português é um mercado de capitais pequeno e pouco desenvolvido, isto é, o capital das empresas está altamente concentrado em poucos acionistas que, normalmente, estão envolvidos na empresa de alguma forma, logo já estão conscientes da política de distribuição de dividendos antes de esta ser anunciada. Assim, a assimetria de informação, que funciona como base para a teoria da sinalização dos dividendos, é muito reduzida, o que faz com que o mercado não reaja do mesmo modo que os mercados de capitais mais desenvolvidos reagem, como o Reino Unido ou os Estados Unidos.

Após termos aplicado a metodologia descrita, observámos que nos dias em torno do anúncio dos dividendos, as rendibilidades anormais médias não correspondem ao esperado, pelo que não podemos confirmar a Hipótese 1, por não termos confirmado a existência de uma relação estatisticamente significativa entre as variações dos dividendos e a reação do mercado. Não conseguimos, então, através deste estudo, encontrar evidências significativas da teoria da sinalização dos dividendos para o mercado português. A falta de evidências de alguma reação do mercado a variações dos dividendos não vai ao encontro das conclusões de estudos anteriores relativos a outros mercados que encontraram evidência de suporte para a teoria da sinalização dos dividendos tais como Pettit (1972), Asquith e Mullins (1983), Aharony, Falk e Swary (1988), DeAngelo e DeAngelo (1990), Eddy e Seifert (1992), Lonie et al. (1996), Nissim e Ziv (2001), Nitta (2006), Yilmaz e Selcuk (2010) e Bozos et al. (2011).

Observámos que as rendibilidades anormais acumuladas médias são mais elevadas quando ocorrem variações positivas dos resultados por ação (conclusão suportada por significância estatística, Tabela 4, Painel A) e, mais importante ainda, que estas são significativamente mais pronunciadas quando a variação dos dividendos e dos resultados ocorre na mesma direção, confirmando a Hipótese 2 do nosso estudo e dando suporte às conclusões de estudos anteriores como os de Kane, Lee e Marcus (1984), Easton (1991) e Chen, Firth e Gao (2002).

Ao analisarmos as rendibilidades anormais acumuladas médias por subperíodo, isto é, antes e durante a recessão, observámos que, ao contrário das nossas expectativas e dos resultados de Bozos et al. (2011) para o mercado do Reino Unido, as respetivas rendibilidades anormais são mais pronunciadas no

período de pré-recessão e menores durante a recessão. Consequentemente, concluímos que no mercado português, as variações dos dividendos tendem a ser menos importantes durante períodos de crise financeira, ao contrário do sugerido por estudos anteriores como DeAngelo, DeAngelo e Skinner (1992), Baker e Wurgler (2004), Eisdorfer (2007), Fuller e Goldstein (2011) e Brown et al. (2012). Esta conclusão pode estar associada a um receio por parte dos participantes no mercado português de reagir de maneira mais pronunciada num período de incerteza financeira.

Quanto aos modelos de regressão linear considerados neste estudo, a principal conclusão a retirar é que, apesar de ter sido introduzida como variável de controlo, a única variável que apresenta significância estatística é a variável correspondente à rendibilidade absoluta média das ações (AVR), o que indica que o mercado português reage mais à evolução das cotações das ações num passado recente do que aos anúncios dos dividendos, isto é, os investidores portugueses reagem mais à evolução dos preços das ações antes do anúncio dos dividendos do que ao anúncio em si.

Apesar de não termos encontrado significância estatística, os resultados relativos às rendibilidades anormais acumuladas parecem indicar que as reações do mercado às variações positivas dos dividendos são mais pronunciadas do que às variações negativas dos dividendos, o que é, de certo modo, inesperado e contraria a evidência de reação assimétrica às variações dos dividendos, que diz que o mercado reage de forma mais pronunciada às variações negativas dos dividendos (Lang e Litzenberger, 1989; Asquith e Mullins, 1983; Liu et al., 2008; Bozos et al., 2011).

Consideramos que este estudo é relevante, dada a escassez de trabalhos empíricos levados a cabo no contexto português, bem como pela sua contribuição para identificar alguns efeitos da crise financeira na distribuição dos dividendos e no seu conteúdo informativo, permitindo ainda avaliar as reações do mercado português aos respetivos anúncios.

Como trabalho futuro seria interessante aprofundar este estudo com a introdução do fator relativo aos volumes de transação, que não foi possível considerar devido à falta de dados disponíveis para a nossa amostra, bem como considerar o efeito do sentimento do investidor na reação do mercado ao anúncio dos dividendos.

## Referências Bibliográficas

- Aharony, J., Falk, H., & Swary, I. (1988). Information content of dividend increases: the case of regulated utilities. *Journal of Business Finance & Accounting*, 15(3), 401–414.
- Almeida, L. A. G., Tavares, F. O., & Pereira, E. T. (2014). Determinants of Dividend Policy in Portugal. *Revista Universo Contábil*, 10(4), 162–181.
- Al-Yahyaee, K. H., Pham, T. M., & Walter, T. S. (2011). The information content of cash dividend announcements in a unique environment. *Journal of Banking & Finance*, 35(3), 606–612.
- Amihud, Y., & Murgia, M. (1997). Dividends, taxes, and signaling: evidence from Germany. *The Journal of Finance*, 52(1), 397–408.
- Asquith, O., & Mullins, D. (1983). The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth. *Journal of Business*, 56(1), 77–96.
- Baker, H. K., & Weigand, R. (2015). Corporate dividend policy revisited. *Managerial Finance*, 41(2), 126–144.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2004). A catering theory of dividends. *The Journal of Finance*, 59(3), 1125–1165.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1–32.
- Benartzi, S., Michaely, R. O. N., & Thaler, R. (1997). Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past ? *Journal of Finance*, 52(3), 1007–1034.
- Benzinho, J. (2004). *The dividend policy of the Portuguese corporations: evidence from Euronext Lisbon* (No. 1137). Coimbra.
- Bernard, V. L., & Thomas, J. K. (1989). Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium? *Journal of Accounting Research*, 27(3), 1–36.
- 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., & 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.
- Borges, M. R. (2008). The Ex-Dividend Day Stock Price Behavior: The Case of Portugal. *Atlantic Economic Journal*, 36(1), 15–30.
- 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., 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. (1970). Taxes, Market Valuation and Financial Policy. *National Tax Journal*, 23(4), 417–429.
- Brickley, J. A. (1983). Shareholder wealth, information signaling and the specially designated dividend. *Journal of Financial Economics*, 12(2), 187–209.
- Brown, N. C., Christensen, T. E., Elliott, W. B., & Mergenthaler, R. D. (2012). Investor Sentiment and Pro Forma Earnings Disclosures. *Journal of Accounting Research*, 50(1), 1–40.
- 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 & Accounting*, 13(2), 101–124.

- Christie, W. (1994). Are dividend omissions truly the cruelest cut of all? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29(3), 459-480.
- 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.
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (1990). Dividend policy and financial distress: An empirical investigation of troubled NYSE firms. *The Journal of Finance*, 45(5), 1415–1432.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. (1992). Dividends and losses. *The Journal of Finance*, 47(5), 1837–1864.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. (1996). Reversal of fortune dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth. *Journal of Financial Economics*, 40(3), 341–371.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (2000). Special dividends and the evolution of dividend signaling. *Journal of Financial Economics*, 57, 309–354.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (2004). Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. *Journal of Financial Economics*, 72(3), 425–456.
- Divecha, A., & Morse, D. (1983). Market Responses to Dividend Increases and Changes in Payout Ratios. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 18(2), 163-173.
- Easterbrook, F. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650–659.
- Easton, S. (1991). Earnings and dividends: is there an interaction effect? *Journal of Business Finance & Accounting*, 18(2), 255–267.
- Eddy, A., & Seifert, B. (1992). Stock price reactions to dividend and earnings announcements: Contemporaneous versus noncontemporaneous announcements. *Journal of Financial Research*, 15(3), 207–218.
- Eisdorfer, A. (2007). The Importance of Cash-Flow News for financially distressed firms. *Financial Management*, 36(3), 33–48.
- Elton, E. J., & Gruber, M. J. (1970). Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect. *Review of Economics and Statistics*, 52(1), 68–75.
- Fama, E., & French, K. (1998). Taxes, financing decisions, and firm value. *The Journal of Finance*, 53(3), 819–843.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends : changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60, 3–43.
- Farrar, D., & Selwyn, L. (1967). Taxes, Corporate Financial Policy and Return to Investors. *National Tax Journal*, 20(4), 443–454.
- Fatemi, A., & Bildik, R. (2012). Yes, dividends are disappearing: Worldwide evidence. *Journal of Banking & Finance*, 36(3), 662–677.
- Fernandes, C., Gama, P., & Vieira, E. (2013). Does Sentiment Matter for Stock Market Returns ? Evidence From a Small European Market at the Industry Level. *Journal of Behavioral Finance*, 14(4), 253–267.
- Fidrmuc, J. P., & Jacob, M. (2010). Culture, agency costs, and dividends. *Journal of Comparative Economics*, 38(3), 321–339.

- Fuller, K., & Goldstein, M. (2011). Do dividends matter more in declining markets? *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 457–473.
- Gordon, M. (1963). Optimal Investment and Financing Policy. *The Journal of Finance*, 18(2), 264 – 272.
- Haesner, C., & Schanz, D. (2013). Payout Policy Tax Clienteles, Ex-dividend Day Stock Prices and Trading Behavior in Germany: The Case of the 2001 Tax Reform. *Journal of Business Finance & Accounting*, 40(July 2011), 527–563.
- Jensen, M. (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, 305–360.
- John, K., & Lang, L. (1991). Insider trading around dividend announcements: theory and evidence. *The Journal of Finance*, 46(4), 1361–1390.
- John, K., & Williams, J. (1985). Dividends, Dilution, and Taxes : A Signalling Equilibrium. *Journal of Finance*, 40(4), 1053–1071.
- Kalay, A. (1982). The ex-dividend day behavior of stock prices: a re-examination of the clientele effect. *The Journal of Finance*, 37(4), 1059–1071.
- Kane, A., Lee, Y., & Marcus, A. (1984). Earnings and dividend announcements: is there a corroboration effect? *The Journal of Finance*, 39(4), 1091–1099.
- Karpavičius, S. (2014). Dividends: Relevance, rigidity, and signaling. *Journal of Corporate Finance*, 25, 289–312.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, 55(1), 1–33.
- Lang, L. H. P., & Litzenberger, R. H. (1989). Dividend Announcements: Cash Flow Signaling versus Free Cash Flow Hypothesis. *Journal of Financial Economics*, 24(1), 181–191.
- Lee, B., & Yan, N. A. (2003). The Market’s Differential Reactions to Forward-Looking and Backward-Looking Dividend Changes. *Journal of Financial Research*, 26(4), 449–468.
- 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), 243–269.
- Litzenberger, R. H., & Ramaswamy, K. (1979). The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 163–195.
- Liu, C., & Chen, A. S. (2015). Do firms use dividend changes to signal future profitability? A simultaneous equation analysis. *International Review of Financial Analysis*, 37, 194–207.
- Liu, Y., Szewczyk, S., & Zantout, Z. (2008). Underreaction to dividend reductions and omissions? *The Journal of Finance*, 63(2), 987–1020.
- Lonie, A. A., Abeyratna, G., Power, D. M., & Sinclair, C. D. (1996). The stock market reaction to dividend announcements: a UK study of complex market signals. *Journal of Economic Studies*, 23(1), 32–52.
- Mian, G. M., & Sankaraguruswamy, S. (2012). Investor Sentiment and Stock Market Response to Earnings News. *The Accounting Review*, 87(4), 1357–1384.

- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business*, 34(4), 411–433.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- Miller, M., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031–1052.
- Miller, M. H., & Scholes, M. S. (1978). Dividends and taxes. *Journal of Financial Economics*, 6(4), 333–364.
- Nissim, D., & Ziv, A. (2001). Dividend changes and future profitability. *The Journal of Finance*, 56(6), 2111–2133.
- Nitta, K. (2006). Does Dividend Policy Enhance Shareholder Value? *Financial Research Group-NLI Research*, 1–7.
- Ofer, A., & Thakor, A. (1987). A theory of stock price responses to alternative corporate cash disbursement methods: Stock repurchases and dividends. *The Journal of Finance*, 42(2), 365–394.
- Pettit, R. R. (1972). Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency. *Journal of Finance*, 27(5), 993–1007.
- Ribeiro, A. (2010). Determinantes da política de Dividendos: Evidência empírica para as empresas não financeiras cotadas na Euronext Lisbon. *Revista Portuguesa E Brasileira de Gestão*, 9(1-2), 15–25.
- Rozeff, M. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249–259.
- Sant, R., & Cowan, A. R. (1994). Do dividends signal earnings? The case of omitted dividends. *Journal of Banking & Finance*, 18(6), 1113–1133.
- Shefrin, H. M., & Statman, M. (1984). Explaining Investor Preference For Cash Dividends. *Journal of Financial Economics*, 13(June), 253–282.
- Skinner, D. J. (2008). The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 582–609.
- Vieira, E. S. (2011). Investor sentiment and the market reaction to dividend news: European evidence. *Managerial Finance*, 37(12), 1213–1245.
- Vieira, E. (2012). Dividend policy: signaling or maturity hypothesis? *Journal of Applied Management and Investments*, 1(1), 22–29.
- Vieira, E., Pinho, C., & Leite, S. (2013). Reação do Mercado ao Anúncio de Dividendos: Evidência em Países Europeus. *Estudos Do ISCA*, 4(5), 1–14.
- Vieira, E., & Raposo, C. (2007). Signalling with dividends? The signalling effects of dividend change announcements: new evidence from Europe (Janeiro 2007).
- Watts, R. (1973). The Information Content of Dividends. *Journal of Business*, 46(2), 191–211.
- Woolridge, J. (1982). The information content of dividend changes. *Journal of Financial Research*, 5(3), 237–247.
- Yilmaz, A., & Selcuk, E. (2010). Information Content of Dividends : Evidence from Istanbul Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*, 3(3), 126–132.
- Yoon, P., & Starks, L. (1995). Signaling, investment opportunities, and dividend announcements. *Review of Financial Studies*, 8(4), 995–1018.