



**Pedro Miguel
Guimarães Pereira**

**O efeito fiscal nos dividendos: evidência nas
empresas do PSI20**



**Pedro Miguel
Guimarães Pereira**

**O efeito fiscal nos dividendos: evidência nas empresas
do PSI20**

Dissertação apresentada à Universidade de Aveiro para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Gestão, 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.

À memória do meu avô.

o júri

Presidente

Prof. Doutor Daniel Ferreira Polónia
Professor Auxiliar Convidado da Universidade de Aveiro

Prof. Doutora Raquel Matias da Fonseca
Professora Auxiliar da Universidade de Aveiro

Prof. Doutora Elisabete Fátima Simões Vieira
Professora Coordenadora S/ Agregação da Universidade de Aveiro

agradecimentos

A concretização desta dissertação não teria sido possível sem o apoio de algumas pessoas, a quem expresso os meus leais reconhecimentos.

À Doutora Elisabete Vieira, minha orientadora, pela disponibilidade, incentivo e pela compreensão nos momentos mais desafiantes deste percurso, tão importantes para que este trabalho decorresse com perseverança.

Ao Joel, pela partilha inestimável do seu tempo e da sua experiência.

Ao Jorge e ao Atanásio, pela amizade que fomos edificando e pelas muitas horas de sono perdidas a estudar para os exames.

À Sara, pelo amor, carinho, compreensão e incentivo nas alturas de menos confiança.

E à minha família, que sempre me proporcionou as melhores condições para prosseguir a nível académico.

Obrigado.

palavras-chave

Política de dividendos, ex-dividendo, efeito fiscal, efeito clientela, PSI 20

Resumo

Este trabalho tem como principal objetivo analisar o efeito fiscal na política de dividendos das empresas com títulos cotados em bolsa. Para a concretização do estudo estimámos, através da metodologia de dados em painel, o comportamento das ações na data ex-dividendo, no período compreendido entre 2005 e 2015, considerando uma amostra constituída por 23 empresas correspondendo a um total de 148 observações. A evidência encontrada permite confirmar a existência de uma relação positiva entre a variação média do preço das ações na data ex-dividendo e a *dividend yield*. Foi também possível testar os efeitos de microestrutura do mercado português em torno da data ex-dividendo que, a existirem, têm reduzida expressão. Por último, os resultados revelam ainda que, num período de indiferença fiscal, os investidores consideram os ganhos de capital e os dividendos como substitutos perfeitos, não se evidenciado correlação entre o quociente de variação do preço e o valor médio de discriminação fiscal do investidor.

keywords

Dividends policy, ex-dividend, fiscal effect, clientele effect, PSI 20

abstract

This study aims at analyzing the fiscal effect on the dividend policy of companies listed in the market. In order to carry it out, we estimated, through the panel data methodology, the performance of market shares in the ex-dividend date, during the period between 2005 and 2015, considering a sample of 23 companies, in a total of 148 observations. Evidence found confirms the existence of a positive correlation between the average change in the stock price in the ex-dividend date and the dividend yield. It was also possible to test the microstructure effects of the Portuguese market regarding the ex-dividend date that, in case of existence, have reduced expression. Finally, the results also reveal that, in a period of fiscal indifference, investors consider the capital gains and dividends as perfect substitutes, and there were no evidence regarding the correlation between the price change ratio and the average value of fiscal investor discrimination.

Índice

1. INTRODUÇÃO	1
2. REVISÃO DA LITERATURA.....	5
2.1. IMPOSTOS E O EFEITO DE CLIENTELA	6
2.2. CUSTOS DE AGÊNCIA	13
2.3. TEORIA DA SINALIZAÇÃO.....	15
2.4. FATORES COMPORTAMENTAIS.....	16
2.5. TENDÊNCIA DO PAGAMENTO DE DIVIDENDOS NOS ÚLTIMOS ANOS	18
3. SISTEMA FISCAL PORTUGUÊS	21
4. AMOSTRA, HIPÓTESES E METODOLOGIA	25
4.1. FORMULAÇÃO DAS HIPÓTESES	25
4.2. METODOLOGIA	26
4.3. AMOSTRA	30
5. RESULTADOS EMPÍRICOS	35
5.1. RESULTADOS NO PERÍODO GLOBAL DE ANÁLISE: 2005 A 2015	36
5.2. RESULTADOS NO PERÍODO COMPREENDIDO DE 2012 A 2015	38
6. CONCLUSÕES	43
BIBLIOGRAFIA.....	45
ANEXOS.....	51

Índice de Tabelas

Tabela 1 – Evolução do sistema fiscal português: dividendos versus ganhos de capital (Investidores sujeitos ao IRS)	24
Tabela 2 – Estatísticas descritivas da amostra	31
Tabela 3 – QVP	32
Tabela 4 - Quociente de discriminação fiscal	32
Tabela 5 – Resultados dos modelos de regressão 8.1., 8.2., 8.3. e 8.4.	36
Tabela 6 – Resultados do modelo das regressões	37
Tabela 7 – Estatísticas descritivas da amostra 2012-2015	39
Tabela 8 – QVP da amostra 2012-2015.....	39
Tabela 9 - Resultados dos modelos de regressão 8.1., 8.2., 8.3. e 8.4. para o período 2012-2015	40
Tabela 10 – Resultados dos modelos de regressões para o período 2012-2015.....	41

Índice de Gráficos

Gráfico 1 - Evolução da Tributação em Portugal dos Dividendos versus Ganhos de Capital (1988-2015)	22
Gráfico 2 – Evolução das taxas marginais de imposto comparadas com o quociente de discriminação fiscal no período de 2005 a 2015	33

1. Introdução

A política de dividendos consiste na decisão sobre a forma como os resultados líquidos gerados pela empresa são aplicados em autofinanciamento da empresa e/ou remuneração dos acionistas (Farinha & Soro, 2012; Ribeiro & Villar, 2012; Vieira, Pinho & Leite, 2013). Roche (1976) acrescenta que esta decisão deve ser conjugada com as políticas de investimento e de financiamento, na medida em que a retenção de resultados líquidos altera a estrutura financeira da empresa, com possíveis repercussões no custo de capital, bem como no próprio valor da empresa. Ribeiro (2010) conclui que na definição da política de dividendos se denota necessidade em averiguar qual o nível ótimo de distribuição de dividendos que permita maximizar o investimento efetuado pelos acionistas na empresa e que, simultaneamente, permita adequar a estrutura financeira da empresa tendo em consideração a sua necessidade de autofinanciamento.

A política de dividendos constitui um dos temas mais controversos e mais estudados na área das finanças empresariais (Fernandes & Ribeiro, 2013). Contudo, apesar da intensa investigação que tem sido produzida após o trabalho de Lintner (1956), não existem conclusões consensuais. De acordo com Black, “...*the harder we look at the dividend picture, the more it seems like a puzzle, with pieces that don't fit together...*” (Black, 1976: 5). Ang, Blackwell e Meginson afirmam ainda que “... *we have moved from a position of not enough good reasons to explain why dividends are paid to one of too many*” (Ang et al., 1991: 55). São afirmações como estas que deixam claro que não existe uma resposta consensual para determinar uma política de dividendos que permite maximizar o valor de uma empresa.

A relação entre o valor da empresa e a política de dividendos tem vindo a ser intensamente estudada desde o trabalho de Miller e Modigliani (1961), onde foi demonstrado que, num mercado perfeito, a política de dividendos é irrelevante para o valor da empresa. Desde então, os estudos desenvolvidos apontam para três correntes académicas que analisam o efeito da distribuição de dividendos no preço das ações (Brealey, Myers & Allen, 2014): (i) a corrente *conservadora*, onde se considera que um aumento dos dividendos pagos aumenta o valor da empresa, decorrente da maior certeza associada ao recebimento de dividendos em detrimento de potenciais ganhos de capital; (ii) a corrente *radical*, onde se defende que um aumento do pagamento de dividendos reduz o valor da empresa, essencialmente pelo efeito dos impostos que incidem sobre os dividendos; e (iii) a corrente *centrista*, onde se defende a irrelevância da política de dividendos no valor da empresa. Para Borges (2002), o pressuposto de que o pagamento

de dividendos é irrelevante para o valor da empresa só é aceitável à luz da hipótese de que os mercados são perfeitos e eficientes. Se forem consideradas as imperfeições do mercado, nomeadamente a existência de impostos, custos de transação ou assimetria de informação, as decisões sobre a distribuição de dividendos tornam-se relevantes para os investidores e, conseqüentemente, afetam o valor da empresa. Foi precisamente neste contexto que se estudou o efeito da existência de impostos na política de dividendos, e que se foram desenvolvendo novas teorias, designadamente a teoria da sinalização e a teoria da agência (Fernandes & Ribeiro, 2013).

O trabalho publicado por Elton e Gruber (1970) no início da década de 70 serviu como ponto de partida para explorar a importância da relação entre os impostos e o comportamento do preço das ações em torno da data ex-dividendo. Já em 1955, Campbell e Beranek tinham demonstrado que, no último dia com direito a dividendos (data ex-dividendo), 90% das quedas no preço das ações se encontravam relacionadas com o valor do dividendo. Kalay (1982), Litzenberger e Ramaswamy (1979), Barclay (1987), Lasfer (1995), Bell e Jeckinson (2002), entre outros, demonstraram, empiricamente, que a redução do preço das ações é, em média, menor do que o dividendo bruto pago. Para estes autores, este resultado poderá ser explicado pelo facto de existir uma assimetria fiscal no tratamento dos dividendos, penalizando-os, face aos ganhos de capital. É ainda reconhecido que os impostos podem influenciar o comportamento do mercado, uma vez que os investidores descontam no preço atual os impostos futuros que incidem sobre os dividendos.

Relacionada com a questão fiscal, a política de dividendos pode também ser associada ao denominado efeito de clientela. Este efeito, descrito inicialmente por Miller e Modigliani (1961), defende que a frequência na distribuição dos resultados corresponde exatamente às expectativas dos investidores (clientes), de tal modo que as empresas conseguem cativar para si determinados investidores que preferem a política de dividendos definida por estas, e transmitidos no passado.

Neste contexto, este trabalho pretende explorar a hipótese de efeito fiscal associado à política de dividendos, através da análise do grau de ajustamento no preço das ações nas datas de distribuição de dividendos. Para tal, recorre-se a uma amostra composta pelas empresas que constituem o índice bolsista *Portuguese Stock Index 20* (PSI 20), no período compreendido entre janeiro de 2005 e junho de 2015.

Os resultados obtidos permitiram concluir que: (i) num cenário de discriminação fiscal, em que os dividendos são mais penalizados que os ganhos de capital, existe uma correlação

positiva entre a variação média do preço das ações na data ex-dividendo e a *dividend yield*; e (ii) num cenário em que não existe discriminação fiscal entre os dividendos e os ganhos de capital, não se verifica a referida correlação e o quociente de variação do preço médio das ações na data de dividendo corresponde ao valor médio da discriminação fiscal do investidor. De modo geral, os dados permitem suportar, no período de 2005 a 2015, a existência de um efeito fiscal na política de dividendos.

Esta dissertação encontra-se organizada do seguinte modo: no capítulo dois será apresentada uma breve revisão de literatura, incluindo a análise de estudos empíricos entretanto levados a cabo sobre esta temática; no capítulo três é descrito o sistema fiscal português; no capítulo quatro são formuladas as hipóteses, a metodologia adotada para as testar e descrita a seleção da amostra; no capítulo cinco são apresentados e comentados os resultados empíricos; finalmente no capítulo sexto são apresentadas as principais conclusões.

2. Revisão da literatura

Apesar da intensa investigação que tem sido produzida até aos dias de hoje, a política de dividendos é um dos temas que continua a gerar grande controvérsia, não sendo consensual qual o seu impacto na maximização do valor da empresa e, conseqüentemente, na riqueza dos acionistas. Conforme referem Ribeiro e Villar (2012), após a publicação do artigo de Miller e Modigliani (1961), toda a investigação sobre a relevância da política de dividendos se baseou no abandono dos pressupostos base do modelo desenvolvido por estes autores.

O estudo de Miller e Modigliani (1961) demonstrou que o valor da empresa é independente da sua política de dividendos. Para os autores, o seu valor está relacionado com a capacidade da empresa gerar resultados através da sua atividade, e não através da retenção ou distribuição de resultados. Para o desenvolvimento do seu modelo, admitiram os seguintes pressupostos:

- Existência de um mercado de capitais perfeito, o que significa que nenhum investidor pode influenciar o preço de mercado das ações;
- A informação relevante é simétrica e completa, encontrando-se disponível de igual modo para todos os intervenientes no mercado;
- Todos os investidores tomam decisões racionais, ou seja, estes são indiferentes quanto à origem da sua riqueza, seja ela proveniente de dividendos ou de ganhos de capital;
- Adoção de políticas constantes de investimento por parte das empresas, independentemente da política de dividendos adotada;
- Ausência de custos de transação; e
- Ausência de impostos.

Os autores demonstraram que o ganho decorrente da distribuição dos lucros compensa a redução do preço de mercado da ação¹ e, desta forma, não existe possibilidade dos acionistas obterem lucros anormais, pelo que a política de dividendos é incapaz de influenciar o valor dos rendimentos exigidos pelos acionistas.

As críticas que entretanto surgiram em relação às conclusões de Miller e Modigliani (1961) baseiam-se, fundamentalmente, no irrealismo dos seus pressupostos, o que invalida a proposição de irrelevância da política de dividendos no valor da empresa. A

¹ Trata-se do denominado processo de transferência de valor (Brealey *et al.*, 2014).

literatura subsequente foi abandonando os pressupostos do modelo original de Miller e Modigliani (1961), na tentativa de explicar os comportamentos empresariais em termos de política de dividendos, admitindo, implicitamente, como válidas, as suas conclusões para mercados eficientes. Muitos autores contestaram os resultados obtidos por Miller e Modigliani (1961) e desenvolveram um conjunto de argumentos a favor da relevância da política de dividendos. Gordon (1959) argumenta que a distribuição de dividendos reduz a incerteza dos investidores, o que minimiza o custo de capital da empresa e consequentemente contribui para o aumento do seu valor de mercado. Lumbly (1991) defende que os investidores são naturalmente avessos ao risco, preferindo assim um dividendo certo, a um potencial ganho de capital. Os investidores ponderam um rendimento futuro incerto se este for superior ao rendimento atual. Esta posição ficou conhecida na literatura financeira como a falácia do pássaro na mão (em inglês, "*bird-in-the-hand falacy*").

De acordo com Ribeiro e Villar (2012), numa perspetiva de mercados de concorrência imperfeita, existem várias imperfeições de mercado e efeitos que podem condicionar a política de dividendos definida pelas empresas, nomeadamente os impostos, a existência de assimetrias de informação, a existência de conflitos de interesses e ainda a existência de custos de transação.

De seguida, abordamos algumas das teorias associadas à política de dividendos, de acordo com estes condicionalismos.

2.1. Impostos e o efeito de clientela

Os impostos são um dos principais condicionalismos à política de dividendos devido à aparente impossibilidade de qualquer sistema fiscal proporcionar uma perfeita neutralidade fiscal (Vieira *et al.*, 2013). A generalidade dos sistemas fiscais tende a discriminar mais os dividendos do que os ganhos de capital, essencialmente por duas vias:

- Os dividendos tendem a apresentar uma taxa de tributação superior; e
- A tributação dos ganhos de capital só ocorre após a sua realização, fazendo com que a liquidação desse imposto apresente um diferimento temporal, o que possibilita uma redução efetiva da taxa de tributação.

Os primeiros estudos a considerarem as diferenças entre a tributação dos dividendos e dos ganhos de capital foram os de Farrar e Selwney (1967) e de Brennan (1970). Farrar e

Selwyn (1967) desenvolveram um modelo de equilíbrio parcial², no qual testaram o impacto fiscal na política de dividendos e na estrutura de capital das empresas. Os autores demonstraram que, se a tributação sobre os dividendos for superior à dos ganhos de capital, as empresas não deverão distribuir resultados, dado que isso implicaria uma diminuição do valor da empresa. Brennan (1970), partindo do modelo de equilíbrio parcial de Farrar e Selwyn (1967), desenvolveu um modelo de equilíbrio geral³, apoiado numa versão do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) que inclui os dividendos como variável explicativa para a rentabilidade dos ativos. Para o efeito, o autor utilizou os seguintes pressupostos: (i) possibilidade de obtenção/cedência de fundos sem limites à taxa de juro sem risco; (ii) possibilidade de vendas a descoberto⁴; (iii) ausência de incerteza e conhecimento do acionista quanto ao montante de dividendos distribuídos. O autor analisou o comportamento do preço das ações em torno da data ex-dividendo em períodos de diferente tratamento fiscal sobre os dividendos e ganhos de capital. O autor demonstrou que, no período de indiferença fiscal entre as mais-valias e os dividendos, os investidores consideram os dividendos e as mais-valias como substitutos perfeitos, não existindo correlação entre a *dividend yield* e o quociente de variação do preço (QVP). Contudo, num período caracterizado pela assimetria fiscal dos dividendos, penalizando-os face aos ganhos de capital, o autor obtém resultados consistentes com a hipótese de que a discriminação fiscal influencia os preços das ações em torno do dia ex-dividendo. O autor observou ainda que, para um determinado nível de risco, a taxa de rentabilidade exigida pelo investidor é linear e positivamente relacionada com a *dividend yield*⁵. Assim, quanto maior for o dividendo distribuído, maior a carga fiscal suportada e, conseqüentemente, maior o prémio exigido pelos investidores para deter as ações, o que levou o autor a concluir que, com o objetivo de maximizar o valor da empresa e devido à assimetria fiscal que existe entre os impostos sobre dividendos e sobre mais-valias, estas não devem distribuir dividendos. Litzenberger e Ramaswamy (1979), partindo do modelo elaborado por Brennan (1970), introduziram um esquema progressivo de tributação e incluíram restrições ao endividamento, assumindo que o serviço de dívida não pode

²O modelo de equilíbrio parcial, desenvolvido por Farrar e Selwyn (1967) recai sobre o pressuposto de que o investidor está restringido ao investimento num único ativo, logo o modelo só explora a rentabilidade obtida por investimento.

³ O modelo de equilíbrio geral, desenvolvido por Brennan (1970), elimina a restrição do modelo desenvolvido por Farrar e Selwyn (1967), introduzindo o princípio de avaliação de mercado.

⁴ Denominadas também por *short-selling*.

⁵ Este indicador mede a percentagem de rentabilidade esperada de uma ação que é obtido através dos dividendos, baseado no preço de mercado do título (Farinha e Soro, 2012), sendo calculado através da seguinte fórmula:

$$\text{Dividend Yield} = \frac{\text{Dividendo por ação}}{\text{Preço da ação}}$$

exceder o rendimento oriundo de dividendos, e que apenas uma fração da carteira do investidor pode ser assegurada por capitais alheios. Os autores concluíram que investidores bastantes alavancados tendem a criar uma preferência por ações com *dividend yield* elevadas, de forma a beneficiarem da dedução dos juros pagos. Esta preferência sugere a existência do denominado efeito clientela introduzido por Miller e Modigliani (1961). O efeito de clientela observa-se sempre que a frequência na distribuição dos resultados corresponda exatamente às expectativas dos investidores (clientes), de tal modo que as empresas conseguem cativar para si determinados investidores que preferem um determinado nível de dividendos, transmitidos pelas empresas ao mercado, no passado. Black e Scholes (1974) sugerem a existência de classes de investidores que procuram adequar a rentabilidade dos seus investimentos à sua própria estrutura fiscal. Os autores demonstraram que não é evidente a correlação entre os dividendos distribuídos e o preço das ações, o que permite sustentar empiricamente o efeito de clientela. Miller e Scholes (1978) e Stiglitz (1983) defendem que, se existirem mecanismos que permitam aos investidores eliminar a assimetria fiscal entre os dividendos e ganhos de capital, os efeitos fiscais não serão relevantes para a política de dividendos, fazendo com que para o investidor seja indiferente a forma como recebe a riqueza, conforme defendem Miller e Modigliani (1961). Collins e Kemsley (2000) discordam, igualmente, da penalização fiscal associada aos dividendos. Estes autores defendem que a carga fiscal já se encontra considerada na avaliação das ações, existindo ou não distribuição dos resultados gerados. Num cenário em que haja retenção de resultados, o investidor suporta o valor do imposto sobre os dividendos, pois ao vender as suas ações, obterá um valor inferior, um preço descontado desse imposto. Este facto deve-se aos compromissos fiscais futuros que os novos investidores adquirentes assumem, na hipótese da empresa decidir distribuir, em períodos subsequentes, os resultados gerados e retidos em períodos anteriores, introduzindo-os na nova avaliação dos títulos. Os autores concluem, portanto, que é irrelevante o momento em que os dividendos são distribuídos para o valor atual da totalidade do imposto a liquidar sobre os resultados retidos. Ressalte-se que os autores nem sempre encontraram evidência para um desconto completo do imposto na cotação das ações, mas apenas parcial.

Masulis e Trueman (1988), ao desenvolverem um modelo de otimização das decisões de investimento e de distribuição de dividendos, demonstraram a existência do efeito de clientela. Lasfer (1996) analisou, com base no sistema fiscal do Reino Unido, o impacto da fiscalidade na determinação do nível de dividendos, concluindo que as empresas

adequam a sua política de dividendos ao sistema fiscal em vigor, com o objetivo de minimizar a sua carga fiscal e maximizar o retorno líquido dos seus acionistas.

Elton e Gruber (1970), ao tentarem estudar a existência do efeito de clientela, desenvolveram um modelo que relaciona as taxas marginais de imposto (sobre os dividendos e os ganhos de capital) e a *dividend yield* na data ex-dividendo. Para o efeito, consideraram dois pressupostos: (i) um acionista, ao vender a ação, sem ter ainda recebido o dividendo, perde esse direito; e (ii) um acionista, ao vender a ação no dia seguinte à data ex-dividendo, receberá o dividendo, mas fá-lo-á por um preço inferior. Para o efeito, analisaram as empresas inscritas na *New York Stock Exchange*, que distribuíram dividendos entre 1 de abril de 1966 e 31 de março de 1967, resultando numa amostra composta por 4.148 observações. Os autores demonstraram que o QVP médio foi de 77,7%, implicando uma taxa marginal de imposto, para o investidor médio, de 36,4%. Os autores verificaram ainda uma relação significativa entre o *dividend payout*⁶ e o QVP, concluindo que a taxa de imposto implícita se reduz à medida que se caminha para um *dividend payout* mais elevado. Estes resultados são consistentes com a existência do efeito clientela, no qual investidores inseridos em escalões de impostos mais baixos (altos) tendem a procurar ações com *dividend yield* mais altas (baixas). Os autores concluíram que, se os impostos sobre os dividendos forem superiores aos que incidem sobre as mais-valias, então a queda da cotação das ações terá de ser inferior ao valor do dividendo distribuído e, neste caso, seria possível inferir a taxa marginal de tributação a que se encontram sujeitos os investidores marginais.

Kalay (1982) e Eades, Hess e Kim (1984), críticos das metodologia utilizadas por Elton e Gruber (1970), na qual se pressupõe que a obtenção das taxas marginais de imposto é obtida pela observação da diminuição média do preço das ações na data ex-dividendo, sugerem que, num cenário em que os investidores são neutros ao risco e onde o mercado é isento de custos de transação, é possível delinear estratégias dinâmicas de arbitragem, de forma a eliminar o efeito fiscal sobre os preços das ações. Kalay (1982) concluiu que qualquer que seja a estratégia de arbitragem adotada pelo investidor, em equilíbrio, a diminuição esperada no preço da ação na data ex-dividendo é exatamente igual ao valor do dividendo. Logo, para o autor, o facto de existirem arbitragistas a explorar, no curto prazo, as imperfeições do mercado, permite que o volume de transações nas datas próximas da distribuição do dividendo configure um padrão anormal

⁶ Este indicador corresponde à percentagem do resultado líquido que é pago sob a forma de dividendo (Farinha e Soro, 2012). Este é calculado da com a seguinte fórmula: $Dividend Payout = \frac{Dividendos}{Resultados Líquidos}$

e portanto anule o efeito fiscal sobre os preços. Eades *et al.* (1984), replicaram o estudo de Elton e Gruber (1970), para o período compreendido entre 2 de julho de 1962 e 30 de abril de 1975, apresentado o resultado sob a forma de taxas de rentabilidade. Os autores obtiveram uma taxa de rentabilidade média em excesso de 0,176%. Efetuaram a mesma análise para o período de 1 de maio de 1975 a 31 de dezembro de 1980, período no qual se verificou um aumento dos custos de transação. Neste período verificou-se uma taxa de rentabilidade média em excesso de 0,064%. Para os autores esta diminuição é consistente com as conclusões de Kalay (1982), na qual os preços refletem o efeito das transações, indicando que, se os custos de transação são reduzidos, a função dos arbitragistas é cumprida, quando as rentabilidades tendem para zero. Contudo, os modelos desenvolvidos por Elton e Gruber (1970) e Kalay (1982) foram criticados pelo facto de assumirem, de forma implícita, que a arbitragem não acarreta qualquer risco (Allen & Michaely, 2002). Michaely e Vila (1995) afirmam que a inclusão do fator risco limita as oportunidades de arbitragem. Os autores demonstram ainda que, em equilíbrio, a queda esperada na cotação das ações reflete a preferência dos investidores, ponderada pela sua riqueza e pelo seu perfil de risco.

Koski (1996) analisou os movimentos das ações no dia ex-dividendo, incluindo as alterações fiscais ocorridas em 1984 e 1986 nos Estados Unidos da América, que eliminaram a preferência no tratamento fiscal dos ganhos de capital face aos dividendos, e as cotações *bid* e *ask*, de maneira a distinguir as transações de compra e venda dos investidores de longo prazo relativamente aos de curto prazo. O autor demonstrou que os preços descem de forma crescente relativamente ao valor do dividendo, apresentando consistência com a hipótese de eliminação do tratamento fiscal preferencial sobre os ganhos de capital, para os investidores de longo prazo.

No mercado de Hong-Kong, cujo código fiscal não prevê qualquer tributação para os dividendos e ganhos de capital, Frank e Jagannathan (1998) analisaram o movimento das ações em torno da data ex-dividendo, demonstrando que, em média, o decréscimo do preço das ações no dia ex-dividendo corresponde a metade do valor médio da *dividend yield*, o que é inconsistente com a hipótese de efeito fiscal.

McDonald (2001) analisou a relação entre a fiscalidade e os dividendos no mercado alemão. O sistema fiscal alemão beneficia os investidores nacionais através de um crédito de imposto que ascende a 42,86% sobre os dividendos recebidos. O autor concluiu que o mercado não valoriza de forma absoluta esse benefício, já que a descida do preço na data ex-dividendo excede o valor do dividendo em apenas metade do valor

do crédito de imposto. O autor observou ainda uma assimetria fiscal que incide sobre investidores internacionais, correspondente a uma diminuição do valor médio de 26% do preço da ação em ex-dividendo, concluindo que existem incentivos de natureza fiscal para que estes investidores transfiram para investidores nacionais as ações de modo a obterem um benefício fiscal. Este efeito é consistente com a existência de transações anormais no dia ex-dividendo motivadas por implicações fiscais.

Daunfeldt (2002) analisou o impacto das alterações do sistema fiscal sueco no preço das ações bem como no volume de transações em torno do dia ex-dividendo. Os resultados obtidos pelo autor não lhe permitiram rejeitar a hipótese de que o quociente de variação do preço não é influenciado pelas alterações fiscais, nem encontraram evidência capaz de suportar a hipótese de arbitragem fiscal desenvolvida por Kalay (1982).

No mercado do Reino Unido, Ang *et al.* (1991) analisaram três possíveis cenários de variação do preço das ações no mercado de capitais, consoante a tributação dos dividendos seja superior, inferior ou equivalente à tributação dos ganhos de capital. Para os autores, quando não se verificam desigualdades fiscais entre os ganhos de capital e os dividendos, os investidores dão preferência aos ganhos de dividendos, pois nessa situação não existe uma desvantagem fiscal que compense a escolha por ganhos incertos via capital, coerente com a falácia do pássaro na mão, defendida por Gordon (1959). Menyah (1993), recorrendo à metodologia de Elton e Gruber (1970), concluiu que, no mercado do Reino Unido, os movimentos no dia ex-dividendo são justificados por transações no curto prazo. Lasfer (1995) analisou o impacto da alteração fiscal ocorrida em 1988 no Reino Unido, que eliminou a discriminação fiscal entre os dividendos e os ganhos de capital. O autor encontrou resultados consistentes com o facto do efeito fiscal ser predominante na determinação dos preços na data ex-dividendo, ou seja, rentabilidades anormais positivas e significativas antes de 1988 e próximas de zero ou negativas no período após 1988. Contudo, o autor considera que a magnitude dessas rentabilidades não pode refletir verdadeiramente o efeito fiscal para o investidor médio. O autor justifica a sua conclusão ressaltando que no Reino Unido, os fundos de pensões, isentos de tributação, são o maior grupo de investidores, o que implica, em equilíbrio, que as rentabilidades deveriam ser negativas em ambos os períodos. Bell e Jeckinson (2002) analisaram a alteração fiscal ocorrida em 1997 no Reino Unido, que veio modificar a tributação dos dividendos recebidos pelos fundos de pensões, investidor com maior presença no mercado, representado 22,1% dos investidores no mercado de capitais do Reino Unido. Até 1997, os fundos de pensões beneficiavam de uma isenção fiscal para os rendimentos obtidos sob a forma de dividendos, podendo, inclusive beneficiar de um

crédito de imposto. A alteração fiscal veio eliminar essa vantagem fiscal. Os autores concluíram que o enquadramento fiscal afeta o valor das empresas, verificando que existe uma relação positiva entre o QVP e a *dividend yield*, confirmando a presença do efeito de clientela. Khan (2006) analisou a relação entre a distribuição de lucros e a concentração do capital. Os resultados indicaram que a concentração do capital em grandes grupos empresariais proporciona maior distribuição de dividendos e a concentração do capital em acionistas individuais proporciona menor distribuição de dividendos. Na mesma linha de investigação, Harada e Nguyen (2011) investigaram a relação entre a distribuição dos resultados e a concentração da propriedade das empresas Japonesas, medida através do índice de Herfindahl⁷, encontrando uma relação negativa entre a distribuição de lucros e a concentração de propriedade, implicando maior controlo dos fluxos de caixa produzidos na empresa pelos acionistas controladores. Já para o mercado dos Estados Unidos da América, Grinstein e Michaely (2005) analisaram a relação entre os investidores institucionais e a política de dividendos. Os resultados demonstram uma relação negativa entre ambas as variáveis, evidenciando que os investidores institucionais norte-americanos tendem a preferir investimentos em empresas que privilegiam ganhos futuros.

No que respeita ao mercado português, destacam-se os estudos de Borges (2002, 2008) e Farinha e Soro (2005). Borges (2002) analisou as empresas cotadas no mercado português (PSI), no período compreendido entre janeiro de 1990 e setembro de 1999. Para tal recorreu à metodologia de Elton e Gruber (1970) a fim de analisar se a discriminação fiscal dada aos dividendos, penalizando-os face aos ganhos de capital, influencia a preferência dos investidores para ações com elevados ou baixos *dividend yields*. Contudo, os resultados encontrados pela autora são contrários ao que era teoricamente expectável. A autora verificou que a correlação negativa entre o grau de ajuste dos preços e a *dividend yield* pode ser justificada pelo facto de empresas com elevados *dividend yields* e rácios de pagamento de dividendos tenderem a atrair investidores com elevadas taxas de tributação. Por não ser consistente com o comportamento racional dos investidores, a autora não considera o ajustamento parcial dos preços como evidência do efeito de clientela associado ao enquadramento fiscal do investidor, justificando-o devido às especificidades da lei portuguesa no que concerne ao tratamento fiscal dado aos dividendos e aos ganhos de capital. Uns anos mais tarde, Borges (2008) recorreu à amostra do estudo publicado em 2002, analisando o

⁷ O índice de Herfindahl ou IHH é um método de avaliação do grau de concentração num mercado.

comportamento das ações no dia ex-dividendo. A autora demonstrou que a queda das ações é inferior ao valor do dividendo, rejeitando a hipótese de que os impostos influenciam a diminuição do preço das ações na data ex-dividendo. Farinha e Soro (2005) analisaram igualmente o comportamento das ações na data ex-dividendo, recorrendo à metodologia de Elton e Gruber (1970), para o período de 1993 a 2002. Tendo em consideração o sistema fiscal português, os autores identificaram um conjunto diferenciado de classes de investidores de acordo com o seu perfil fiscal e calcularam os quocientes de discriminação fiscal para cada uma das classes de investidores. Os autores demonstraram que, de acordo com os resultados obtidos, o efeito fiscal foi determinante na formulação dos preços das ações na data ex-dividendo e não evidenciaram a existência de efeitos de microestrutura de mercados, com capacidade significativa para influenciar o preço da ação em ex-dividendo. Por fim, os autores demonstram ainda uma fraca evidência da existência do efeito de clientela.

O impacto da fiscalidade, abordado nas diferentes perspetivas dos autores, torna-se um fator ambíguo na explicação do comportamento dos dividendos. Assim, tal como conclui Benzinho (2007), os resultados do impacto da fiscalidade não podem deixar de ser associados a outros fatores para explicar o comportamento dos dividendos, como sejam os problemas relacionados com os custos de agência ou informação.

2.2. Custos de agência

A teoria da agência insere-se na teoria contratual das organizações que Jensen e Meckling (1976: 308) definem como “... *as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent*”. Para os autores, a separação entre a gestão e a sua propriedade pode tornar a relação entre as partes complexa, porque se ambas as partes tentarem maximizar a sua função utilidade, existem razões para crer que os agentes não agirão sempre no sentido do interesse dos principais.

Deve-se a Rozeff (1982) a defesa da distribuição de resultados como mecanismo eficaz para regular o comportamento dos gestores, tendo em vista a redução dos custos de agência. Citando Benzinho (1999: 157-158) “*a política de dividendos surge como um meio para diminuir os custos de agência, que ao reduzir o autofinanciamento e a aumentar o endividamento, obriga a empresa a recorrer frequentemente aos mercados*

financeiros para obter novos capitais, sujeitando-se à análise de diferentes entidades“. Tendo por base o estudo de Jensen e Meckling (1976), Rozeff (1982) demonstrou que pode ser encontrada, pelo balanceamento entre os custos adicionais causados pelo recurso a financiamento externo e a redução de custos de agência, uma política ótima de distribuição de dividendos. Contudo, o autor ressalta que, se a distribuição de dividendos, por um lado, contribui para a minimização dos custos de agência do capital próprio, por outro lado, dadas as imperfeições que caracterizam os mercados, acresce significativamente os custos de transação originados pela necessidade de recurso ao mercado, para compensar as carências de financiamento que a distribuição de dividendos origina.

Easterbrook (1984) analisou o papel dos dividendos na redução dos custos de agência do capital próprio. O autor sugere que a diminuição da assimetria de interesses é conseguida através da distribuição de dividendos, num mercado de capitais onde a monitorização da gestão é efetuada a baixo custo.

Jensen (1986) defende que os problemas de agência advêm da existência de fluxos de caixa excedentários nas empresas, superiores às oportunidades de investimento criadoras de acréscimo de valor para a empresa. O autor argumenta que só a distribuição de dividendos promove uma redução dos fluxos de caixa disponíveis, que estão à mercê dos gestores, pelo que, caso não sejam distribuídos, os gestores podem sentir-se motivados a aplicá-los em investimentos de baixa rentabilidade, não maximizando o valor do acionista. Este trabalho deu origem à denominada teoria do “*free cash flow*” de Jensen.

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2000), ao analisarem os problemas de agência e a política de dividendos em grandes empresas de 33 países, acabaram por encontrar evidências sobre a influência da qualidade da proteção legal. Os autores sugerem que nos países em que existe uma maior proteção legal aos acionistas, as empresas tendem a distribuir maiores dividendos, precisamente pelo facto da legislação assim o obrigar.

No que respeita à relação entre acionistas e obrigacionistas, Jensen e Meckling (1976) e Myers (1977) sugeriram que os obrigacionistas impõem cláusulas restritivas de distribuição de dividendos, de forma a evitar expropriações dos resultados por parte dos acionistas. Kalay (1982) analisou uma amostra composta por 150 contratos de empréstimos para a emissão de obrigações cotadas no mercado de capitais norte-americano, pertencentes a 135 empresas, no período 1956 a 1975. O autor demonstrou

que, efetivamente, as empresas com contratos que continham cláusulas restritivas de distribuição de resultados retiveram mais resultados do que o contratualmente estipulado.

2.3. Teoria da sinalização

O conteúdo informativo dos dividendos decorre, essencialmente, num contexto de assimetria de informação entre investidores e gestores. Os órgãos de administração das empresas podem utilizar os dividendos para transmitir informação ao mercado relativamente às expectativas futuras sobre a empresa, uma vez que a decisão da gestão sobre o montante de dividendos a distribuir tem em consideração a perspetiva de evolução futura da empresa. Consequentemente, o conteúdo informativo dos dividendos permite diminuir a assimetria de informação existente entre gestores e investidores. Em particular, um(a) aumento (diminuição) no valor dos dividendos significa que os gestores (não) estão confiantes sobre a capacidade da empresa gerar fluxos de caixa no futuro, pelo que tal situação traduz, em princípio, uma notícia favorável (desfavorável) para o mercado.

A teoria da sinalização teve origem nos trabalhos de Bhattacharya (1979), Miller e Rock (1985) e John e Williams (1985), tendo posteriormente sido testado por vários autores, nomeadamente Ambarish, John e Williams (1987), Ofer, Thakor e Anjan (1987), Lease *et al.* (2000) e Regneir (2001).

Partindo do pressuposto de que os acionistas que não intervêm na gestão das empresas têm informação imperfeita sobre o rendimento dessas e que a taxa de imposto sobre os dividendos é superior à dos ganhos de capitais, Bhattacharya (1979) demonstrou que o pagamento dos dividendos funciona, num cenário de informação imperfeita, como um sinal das expectativas quanto aos fluxos de caixa esperados das empresas.

Miller e Rock (1985) desenvolveram um modelo teórico no qual testaram o efeito do anúncio dos dividendos na cotação das ações, assumindo que existe assimetria de informação entre os gestores e os acionistas. Os autores demonstraram que o mercado recebe positivamente anúncios inesperados de aumentos de dividendos ou resultados, e negativamente anúncios de diminuição de dividendos ou aumento de financiamento externo.

John e Williams (1985) demonstraram a razão pela qual as empresas pagam dividendos quando existem outras formas de remunerar os acionistas, por exemplo através da recompra de ações, concluindo que, em equilíbrio, as empresas com maiores fluxos de caixa operacionais futuros pagam mais dividendos. Acrescentam que uma política ótima

de dividendos se consubstancia na estabilidade dos de dividendos em função dos fluxos de caixa operacionais futuros, para que as variações dos primeiros sejam inferiores às dos segundos, sendo o nível ótimo de dividendos tanto maior, quanto menor for a desvantagem fiscal destes em relação aos ganhos de capital.

Para Ambarish, John e Williams (1987), os dividendos, *per se*, não podem ser considerados veículos transmissores de informação sobre as perspectivas futuras da empresa e oportunidades de investimento, devendo ser analisados, pelo menos cinco sinais: dividendos, endividamento, recompra ou emissão de novas ações e oportunidades de investimento. Os autores argumentam que as variações dos dividendos são analisadas pelo mercado, conjuntamente com as oportunidades de investimento e com a maturidade das empresas. Consequentemente, o anúncio de aumentos (diminuições) de dividendos, por si só, não implicará um aumento (diminuição) na cotação das ações. Concluem que é necessário ter em consideração um conjunto mais vasto de indicadores para inferir a amplitude da informação de redução ou aumento dos dividendos, conclusões corroboradas por Lease *et al.* (2000) e por Regnier (2001).

2.4. Fatores comportamentais

De acordo com Miller e Modigliani (1961), um investidor racional não tem preferência entre ganhos de capital ou dividendos, dado que privilegia a rentabilidade do investimento, independentemente da sua fonte de proveniência (dividendos ou ganhos de capital). Contudo, de acordo com a corrente das finanças comportamentais, o processo de tomada de decisão dos investidores é influenciado por fatores de natureza psicológica, logo irracionais. Esta corrente defende que os investidores preferem o pagamento de dividendos a mais-valias por parte das empresas, sendo que os gestores tendem a distribuir resultados com o objetivo de agradar aos investidores.

Um dos primeiros estudos empíricos realizados sobre esta temática foi o de Shefrin e Statman (1984). De acordo com estes autores, os investidores tendem a preferir o pagamento de dividendos em dinheiro devido a fatores comportamentais, nomeadamente por questões de autocontrolo da sua riqueza e para evitar sentimentos de arrependimento ou remorso no caso da venda de ações, já que os dividendos são vistos pelos investidores como rendimento corrente.

Deve-se a Baker e Wurgler (2004a) o desenvolvimento da teoria de *catering*, na qual defendem que a decisão sobre a distribuição dos dividendos é influenciada pela procura

do investidor, ou seja, se os investidores estiverem dispostos a pagar um prémio pelas ações com pagamento de dividendos, aumentando o seu valor, as empresas pagam dividendos mais elevados, diminuindo o pagamento de dividendos quando os investidores preferem empresas que não paguem dividendos. Contudo, Li e Lie (2006) foram críticos em relação às conclusões de Baker e Wurgler (2004a), argumentando que o estudo não conseguiu fundamentar a razão pela qual as empresas alteram os seus níveis de dividendos e o facto de não conseguirem espelhar a relação entre o prémio de dividendos e a reação do mercado associada ao anúncio. Li e Lie (2006) concluíram que a decisão de aumentar ou diminuir o valor do dividendo depende, essencialmente, do prémio que os investidores atribuem ao dividendo.

Neves e Pindado (2006) analisaram a distribuição de dividendos, considerando uma amostra de empresas não financeiras da Zona Euro⁸, para o período compreendido entre 1986 e 2003, e concluíram que a distribuição de dividendos está positivamente correlacionada com os incentivos de *catering*. Para os autores, a preferência dos investidores por empresas que paguem dividendos mais elevados revela maior predomínio nas empresas que (i) detêm um elevado ativo líquido; (ii) apresentam maiores oportunidades de investimento, e (iii) possuem níveis superiores de liquidez. Segundo os autores, estes aspetos são considerados pelos investidores como potenciadores de dividendos futuros superiores.

Vieira (2011) analisou o efeito do sentimento dos investidores na reação do mercado ao anúncio de alteração dos dividendos, tendo recorrido a uma amostra composta por três países: Portugal, França e Reino Unido. No mercado português, os resultados obtidos não suportam o efeito do sentimento na reação do mercado aos anúncios da alteração de dividendos. Contudo, demonstrou que a reação do mercado ao anúncio do aumento de dividendos é mais elevada quando o sentimento do mercado é elevado, no caso do Reino Unido, sendo a reação ao anúncio da diminuição de dividendos menos relevante quando o sentimento é elevado, no caso do mercado francês.

⁸ Englobando os seguintes países: Áustria, Bélgica, França, Alemanha, Irlanda, Itália, Holanda, Portugal e Espanha. Da sua amostra foram excluídos países como o Luxemburgo, devido à reduzida amostra, a Grécia, por ter um regime fiscal específico para o tratamento dos dividendos e a Finlândia, pela ausência de dados.

2.5. Tendência do pagamento de dividendos nos últimos anos

Dada a existência de fatores que contribuem negativamente para o pagamento de dividendos, como sejam os impostos, e outros que motivam o pagamento de dividendos, como o conteúdo informativo, torna-se interessante analisar qual tem sido a tendência do pagamento de dividendos por parte das empresas, ao longo dos últimos anos.

Tanto quanto sabemos, deve-se a Fama e French (2001) o primeiro estudo sobre a tendência no pagamento de dividendos. Os autores encontraram uma mudança significativa na política de dividendos das empresas do mercado norte-americano, no período compreendido entre 1978 e 1999, tendo a percentagem de empresas pagadoras de dividendos diminuído de 67%, em 1978, para 21%, em 1999. Para os autores, esta queda deve-se a alterações nas características das empresas que constituem o mercado norte-americano: (1) as que nunca pagaram dividendos; (2) as que têm rendimentos baixos ou negativos; (3) as empresas de pequena dimensão; e (4) aquelas que necessitam de maiores investimentos. Os autores demonstraram ainda que, mesmo depois de mitigadas as características da empresa, estas têm-se tornado menos propensas a distribuir dividendos.

Em contra ciclo, DeAngelo, DeAngelo e Skinner (2004) demonstram que os dividendos pagos pelas empresas industriais do mercado norte-americano aumentaram 225% em termos nominais e 23% em termos reais, no período de 1978 a 2000. Os autores justificam as suas conclusões devido à crescente concentração de dividendos ao longo das duas últimas décadas. Em concreto, os autores afirmam que no ano 2000, as 25 maiores empresas pagadoras de dividendos representaram 55% do volume total de dividendos pagos e que as 100 maiores empresas pagaram 82% do total de dividendos pagos. Os autores concluem que o pagamento dos dividendos está a aumentar, concentrando-se num número reduzido de empresas, demonstrando ainda que os seus resultados colocam em causa as hipóteses de clientela e de sinalização como fatores determinantes da política de dividendos.

Baker e Wurgler (2004b) demonstraram que as empresas pagam dividendos para atender à procura dos investidores (teoria de catering) e que a queda do pagamento do dividendo pode estar relacionada com a mudança no sentimento dos investidores. A partir de uma análise a artigos de jornais da imprensa económica, os autores sugerem que os dividendos tendem a desaparecer durante ciclos de crescimento acentuados e a reaparecer após quedas acentuadas nas respetivas ações.

Salas e Chahyadi (2006) analisaram a propensão para distribuir dividendos através da análise de várias características específicas das empresas, tais como dimensão, rentabilidade, oportunidades de crescimento e idade das empresas. Os autores demonstraram que os dividendos diminuiriam apenas 34%, em vez dos 46% reportados por Fama e French (2001), e que a sua justificação está relacionada com a rentabilidade e idade da empresa, conforme evidenciado por DeAngelo *et al.* (2004).

Eije e Megginson (2008) analisaram a evolução do pagamento de dividendos nas empresas da União Europeia. Os autores demonstram uma concentração crescente das empresas pagadoras de dividendos, que pagam 81% da totalidade dos dividendos. Denis e Osobov (2008) analisaram o pagamento de dividendos nos Estados Unidos da América, Reino Unido, Japão, Alemanha, França e Canadá. Os autores demonstram que nestes países, as empresas que mais pagam dividendos são as de maior dimensão e mais rentáveis, e que o efeito dos dividendos está intrinsecamente dependente do sistema fiscal em cada um dos países. Renneboog e Trojanowski (2005) encontraram evidência da diminuição do pagamento de dividendos por parte das empresas do Reino Unido. Para os autores, esta diminuição é justificada pelo facto das empresas pagadoras de dividendos neste mercado não terem oportunidades de investimento e terem um crescimento inferior às empresas não pagadoras de dividendos. Fatemi e Bildik (2012) analisaram o padrão de distribuição de dividendos, utilizando uma amostra composta por 17.106 empresas de 33 países diferentes, entre 1985 e 2006, encontrando evidência de um declínio geral e significativo na propensão para o pagamento de dividendos, justificando-o pelas políticas de pagamento de pequenas empresas que são menos rentáveis e que têm maiores oportunidades de investimento. Adicionalmente, os autores argumentam que os seus resultados apontam para uma elevada concentração das empresas pagadoras de dividendos. Em 2006, das 9.121 empresas pagadoras de dividendos, as 10 maiores empresas representavam 66% dos dividendos pagos e, no período de 2001 a 2006, as 25 maiores empresas pagadoras de dividendos representaram 75% da totalidade dos dividendos pagos. Estes resultados são consistentes com os de DeAngelo *et al.* (2004) e Eije e Megginson (2008).

3. Sistema Fiscal Português

O sistema fiscal português atualmente em vigor é resultado de uma grande reforma levada a cabo em 1988, e é constituído por um conjunto de impostos estaduais e locais que incidem sobre o rendimento, o património e o consumo. A tributação dos rendimentos dá-se através do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares (IRS) e do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (IRC). O primeiro incide sobre o rendimento das pessoas individualmente consideradas, dirigindo-se ao agregado familiar. O segundo incide sobre o lucro das empresas. Apesar das inúmeras alterações aos códigos aprovados em 1988, importa dissecar como é processada a tributação dos dividendos e mais-valias em Portugal, no período em análise, ou seja, de janeiro de 2005 a junho de 2015.

Assim, aos rendimentos obtidos sob a forma de dividendos, é aplicada, no momento do seu pagamento, uma taxa liberatória através de uma retenção na fonte. No momento da determinação da carga fiscal anual, as pessoas singulares que optem por englobar os rendimentos de dividendos com os restantes rendimentos, apenas incluirão, na matéria coletável, 50% do valor bruto do dividendo, sendo o imposto retido dedutível à coleta final de IRS. No caso das pessoas singulares que não optaram pelo seu englobamento, a taxa de imposto retida aquando do pagamento do dividendo, corresponderá à taxa final de imposto. No que concerne aos rendimentos de dividendos recebidos por pessoas coletivas sujeitas a imposto e não isentas, são de englobamento obrigatório e o montante retido na fonte tem a natureza de pagamento por conta. Para efeito de determinação do lucro tributável, serão deduzidos 50% dos rendimentos provenientes de dividendos.

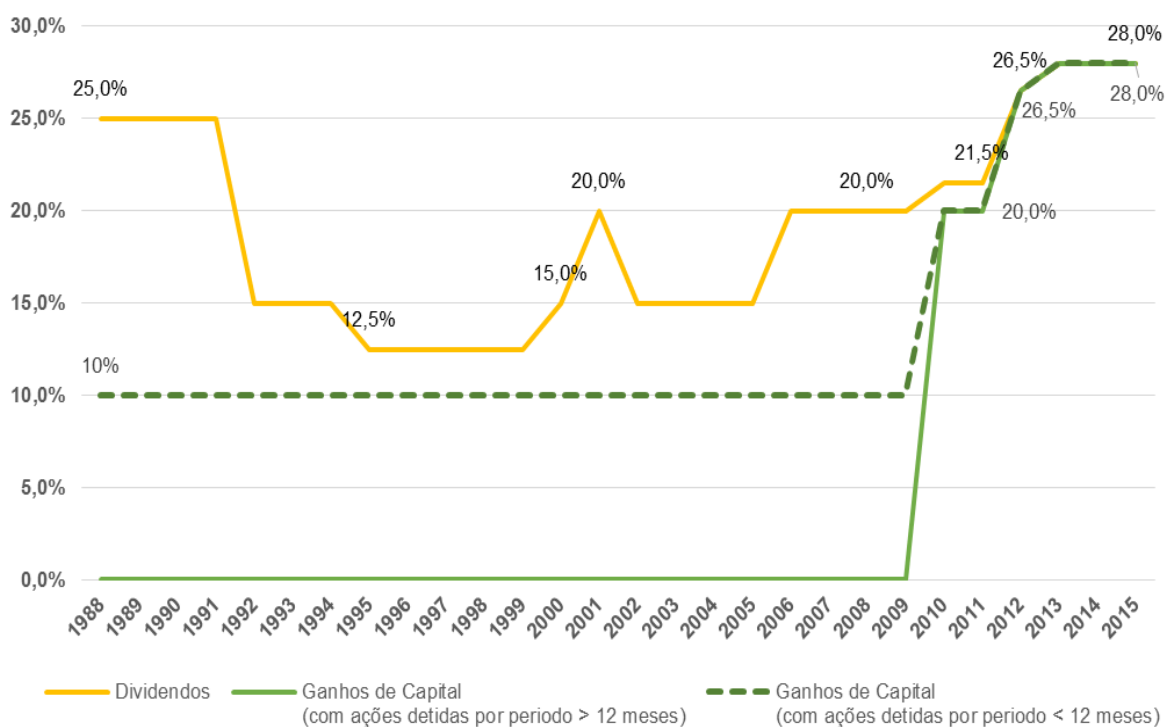
O sistema fiscal prevê ainda, no caso das ações adquiridas na sequência de processo de privatização realizado até ao final do ano 2002, que nos primeiros cinco exercícios económicos, apenas 50% do seu valor, quer no que diz respeito aos dividendos, quer às mais-valias, seja considerado como base para efeitos de tributação em sede de IRS e IRC.

A tributação sobre os ganhos de capital ocorre sempre que, no final do exercício económico, se verifique um saldo positivo entre as mais-valias e as menos valias mobiliárias. Até 2009, os ganhos de capital auferidos por pessoas singulares residentes em Portugal, que detivessem, por mais de 12 meses, as ações, estavam isentos de tributação. Após 2009, esta isenção foi revogada. Até 2009, nos casos em que as ações fossem detidas por um período inferior a 12 meses, os ganhos de capital estavam

sujeitos a uma tributação autónoma de 10%, sem prejuízo de optarem pelo seu englobamento. No que concerne aos ganhos de capitais auferidos por pessoas coletivas, estes estão sujeitos à taxa normal de IRC.

O Gráfico 1 apresenta a evolução da tributação dos dividendos e dos ganhos de capital em Portugal, para o período compreendido entre 1988 e 2015.

Gráfico 1 - Evolução da Tributação em Portugal dos Dividendos versus Ganhos de Capital (1988-2015)



Fonte: Adaptado de Farinha e Soro (2012): 1988-2011; elaboração própria: 2012-2015.

Como se pode observar, desde da entrada em vigor do código do IRS que os dividendos têm sido sujeitos a uma maior fiscalidade, quando comparados com os ganhos de capital. Contudo, a partir de 2012, com a atualização das taxas liberatórias sobre os dividendos e mais-valias para valores exatamente iguais, esta assimetria fiscal deixou de se verificar. Farinha e Soro (2012) concluem que, comparando o sistema fiscal português com outros sistemas fiscais, se evidencia uma volatilidade fiscal no tratamento dado aos dividendos e aos ganhos de capital em Portugal, face aos restantes países.

A Tabela 1 apresenta a evolução em Portugal, para o período em análise, das retenções na fonte que incidem sobre os dividendos e os ganhos de capital, aplicáveis às pessoas singulares.

Tabela 1 – Evolução do sistema fiscal português: dividendos *versus* ganhos de capital (Investidores sujeitos ao IRS)

	2005 (1)	2006-2009 (1)	2010-2011 (1)	2012 (2)	2013-2015 (2)
Dividendos	<p>Obrigação de englobamento para efeitos de tributação.</p> <p>Anulação do sistema de crédito de imposto, tendo sido substituído pelo englobamento de apenas 50% dos dividendos.</p> <p>Manutenção da taxa de retenção na fonte para 15%.</p>	<p>O englobamento em 50% passa a ser facultativo para os sujeitos passivos residentes em Portugal.</p> <p>São fixadas em 20% as taxas liberatórias, a operar por retenção na fonte, e as taxas especiais de IRS, aplicáveis a:</p> <p>- Lucros pagos ou colocados à disposição (incluindo os adiantamentos por conta de lucros) por entidades residentes e não residentes a favor de beneficiários residentes e não residentes em território nacional.</p>	<p>Passam a ser tributados a uma taxa de 21,5% os lucros pagos ou colocados à disposição (incluindo os adiantamentos por conta de lucros) por entidades residentes a favor de beneficiários residentes e não residentes em território português (a qual opera por retenção na fonte);</p> <p>O englobamento � facultativo para os sujeitos passivos residentes em Portugal, sendo reduzido em 50% relativamente a lucros distribuídos por entidades residentes em Portugal ou noutros Estados membros da União Europeia⁹</p>	<p>Passam a ser tributados a uma taxa de 26,5% os lucros pagos ou colocados à disposição (incluindo os adiantamentos por conta de lucros) por entidades residentes a favor de beneficiários residentes e não residentes em território português (a qual opera por retenção na fonte);</p> <p>O englobamento � facultativo para os sujeitos passivos residentes em Portugal, sendo reduzido em 50% relativamente a lucros distribuídos por entidades residentes em Portugal ou noutros Estados membros da União Europeia⁹.</p>	<p>Passam a ser tributados a uma taxa de 28% os lucros pagos ou colocados à disposição (incluindo os adiantamentos por conta de lucros) por entidades residentes a favor de beneficiários residentes e não residentes em território português (a qual opera por retenção na fonte);</p> <p>O englobamento � facultativo para os sujeitos passivos residentes em Portugal, sendo reduzido em 50% relativamente a lucros distribuídos por entidades residentes em Portugal ou noutros Estados membros da União Europeia⁹.</p>
Ganhos de Capital	<p>Mais-valias resultantes de a�es detidas durante mais de 12 meses: não sujeitas a tributação.</p> <p>Mais-valias resultantes de a�es detidas por um período igual ou inferior a 12 meses: sujeitas a tributação � taxa aut�noma de 10%.</p>	<p>Mais-valias resultantes de a�es detidas durante mais de 12 meses: não sujeitas a tributação.</p> <p>Mais-valias resultantes de a�es detidas por um período igual ou inferior a 12 meses: sujeitas a tributação � taxa aut�noma de 10%.</p>	<p>Revogada a isenção de tributação para mais-valias de a�es detidas por mais de 12 meses, passando a estar sujeitas a tributação, qualquer que seja o respetivo período de detenção, � taxa especial de 20%.</p> <p>Introduzida uma isenção, até ao valor anual de � 500, para o saldo positivo de ganhos de capital.</p>	<p>Passa a ser tributado o saldo anual positivo entre as mais-valias e as menos-valias � taxa especial de 26,5%.</p> <p>Manutenção isenção de IRS, até ao valor anual de � 500, para o saldo positivo de ganhos de capital.</p>	<p>Passa a ser tributado o saldo anual positivo entre as mais-valias e as menos-valias � taxa especial de 28%.</p> <p>Revogada a isenção de IRS, até ao valor anual de � 500, para o saldo positivo de ganhos de capital.</p>

Fonte: (1) Adaptado de Farinha e Soro (2012); (2) Guia fiscal para os anos 2012, 2013, 2014 e 2015, elaborado pela Vieira de Almeida & Associados, Sociedade de Advogados, R.L., para o Banco Best.

⁹ Desde que preencham os requisitos e condições estabelecidas no artigo 2.  da Diretiva n.  90/435/CEE, de 23 de julho (Diretiva Mães-Filhas).

4. Amostra, Hipóteses e Metodologia

Neste capítulo vamos formular as hipóteses a testar, definir a metodologia a seguir e apresentar a amostra.

4.1. Formulação das hipóteses

A fim de podermos testar a presença de efeito fiscal em torno da data ex-dividendo, vamos formular as hipóteses de investigação. Considerando que não existem custos de transação, em equilíbrio, a diminuição da cotação das ações na data ex-dividendo está diretamente relacionada com os impostos sobre os dividendos e as mais-valias. A revisão da literatura demonstrou que a generalidade dos sistemas fiscais tende a discriminar mais os dividendos do que os ganhos de capital, pelo que a diminuição esperada do preço das ações deverá ser menor do que o valor do dividendo. Neste contexto, formulamos a primeira hipótese:

H₁: Existe uma relação positiva entre a variação média do preço das ações na data ex-dividendo e a dividend yield.

Não obstante a revisão da literatura ter evidenciado que a generalidade dos sistemas fiscais tende a discriminar mais os dividendos do que as mais-valias, o sistema fiscal português, tal como demonstrado no capítulo 3, desde de 2012 que não discrimina fiscalmente os dividendos face às mais-valias, aplicando a mesma taxa de imposto sobre as duas componentes de rentabilidade. Contudo, apesar da taxa de imposto ser igual, a sua aplicabilidade é diferenciada, ou seja, aos rendimentos obtidos sob a forma de dividendos é aplicada uma taxa liberatória que incide sobre o valor do dividendo bruto, privando o investidor desse montante no momento do seu recebimento. Já no que respeita aos ganhos de capital, o montante de imposto é apurado anualmente, através do somatório entre as mais e menos valias. Este desfasamento temporal, tal como refere a literatura, pode levar a uma redução efetiva da taxa de tributação sobre as mais-valias. Tal como evidenciado por Barclay (1987), em períodos de indiferença fiscal, os investidores consideram os dividendos e os ganhos de capital como perfeitos substitutos. É neste contexto que surge a nossa segunda hipótese:

H₂: Num cenário de inexistência de discriminação fiscal, não existe correlação entre a variação média do preço das ações na data ex-dividendo e a dividend yield.

Importa ainda realçar que, tal como apontado por Farinha e Soro (2005), o comportamento dos preços em torno da data ex-dividendo reflete o efeito fiscal, sendo

que o investidor inserido no escalão de tributação mais elevado é o investidor marginal. Neste contexto, formulamos a terceira e última hipótese:

H₃: A variação média do preço das ações na data ex-dividendo corresponde ao valor médio da discriminação fiscal do investidor.

4.2. Metodologia

Depois de formularmos as hipóteses vamos apresentar a metodologia a seguir, a fim de as podermos testar. Para o efeito, baseamo-nos no trabalho produzido por Farinha e Soro (2005). Os autores tiveram como ponto de partida para a formulação da sua metodologia o trabalho desenvolvido por Elton e Gruber (1970).

Para tentar medir a existência do efeito de clientela, vamos começar por relacionar as taxas marginais de imposto sobre os dividendos e ganhos de capital com a *dividend yield*, em torno do dia ex-dividendo. Admitindo a neutralidade em relação ao risco e a inexistência de custos de transação, a relação de equilíbrio pode ser formulada da seguinte forma:

$$P_c - t_{gc} (P_c - P_o) = P_e - t_{gc} (P_e - P_o) + D (1 + t_d) \quad (1)$$

Onde:

P_c = Preço da ação no dia cum-dividendo;

P_e = Preço da ação no dia ex-dividendo;

P_o = Preço de aquisição da ação;

t_d = Taxa de imposto sobre os dividendos;

t_{gc} = Taxa de imposto sobre ganhos de capital;

D = Valor do dividendo bruto por ação.

O lado esquerdo da equação (1) representa a rentabilidade que o investidor recebe se decidir vender a ação na data de cum-dividendo, e o lado direito espelha a estratégia alternativa. Esta igualdade pode também ser expressa da seguinte forma:

$$\left(\frac{P_c - P_e}{D}\right) = \frac{1 - t_d}{1 - t_{gc}} \quad (2)$$

O quociente de variação do preço (QVP) ponderado pelo dividendo, ilustrado na equação (3), representa o comportamento no dia cum-dividendo, de tal forma que um investidor, com base nas taxas de imposto associado ao seu escalão de tributação, fica indiferente ao momento em que vende as ações (Elton & Gruber, 1970).

$$\overline{QVP} = \frac{1}{N} \sum_{n=1}^N \left(\frac{P_c - P_e}{D}\right) \quad (3)$$

Assumindo que a tributação sobre os ganhos de capital é uma proporção da taxa de imposto sobre os dividendos, este quociente permite estimar as taxas marginais de imposto do investidor marginal.

A equação (3) pode, em alternativa, ser formulada através da seguinte regressão (Farinha & Soro, 2005):

$$QVP_i = \overline{QVP} + E(\varepsilon_i), \quad \text{onde } E(\varepsilon_i) = 0 \text{ e } \text{Var}(\varepsilon_i) = \sigma^2 \quad (4)$$

Contudo, Farinha e Soro (2005) alertam para o facto de alguns problemas poderem ser apontados à regressão (4) como um instrumento para a estimar o QVP. Para os autores não é expectável que a variável siga uma distribuição normal e que o termo residual da equação não sofra de heterogeneidade, uma vez que o QVP é dimensionado pelo montante de dividendos distribuídos, o que implica que o peso dado às alterações nas observações, quando os dividendos são baixos, é excessivo (Boyd & Jagannathan, 1994; Bell & Jeckinson, 2002). Assim, para lidar com o problema da estimação do QVP, a rentabilidade de determinada ação na data ex-dividendo é obtida através da seguinte equação:

$$R_{e,i} = \left(\frac{P_e - P_c + D}{P_c}\right)_i = (1 - \overline{QVP}) \left(\frac{D}{P_c}\right)_i + \varepsilon_i, \quad \text{onde } E(\varepsilon_i) = 0 \text{ e } \text{Var}(\varepsilon_i) = \sigma^2 \quad (5)$$

Farinha e Soro (2005) observaram que, quando se calcula a equação (3), através do método dos mínimos quadrados ordinários (OLS), a variância dos residuais aumentará a *dividend yield*. Assim:

$$QVP_i = \overline{QVP} - \varepsilon_i \left(\frac{P_c}{D} \right)_i \quad (6)$$

Para obviar o problema da heteroscedasticidade, baseamo-nos na metodologia adotada por Boyd e Jagannathan (1994) e Bell e Jeckinson (2002), e também seguida por Farinha e Soro (2005), onde é dado um peso reduzido às observações em que a *dividend yield* é baixa e a variação na data ex-dividendo é maior. Tendo por base a equação (5), pode obter-se a seguinte expressão:

$$\left(\frac{P_c - P_e}{P_c} \right)_i = \alpha_2 \left(\frac{D}{P_c} \right)_i + \mu_i \quad (7)$$

A equação (7) demonstra a relação entre a variação do preço na data ex-dividendo, dimensionada pelo preço da ação no dia de cum-dividendo e pela *dividend yield*, de modo a ultrapassar o problema da heteroscedasticidade. O QVP é dado pelo declive da equação (7). Tal como sugerido por Boyd e Jagannathan (1994), Frank e Jagannathan (1998) e Farinha e Soro (2005), é possível avaliar a existência de efeitos de microestrutura de mercados através da inclusão do termo independente¹⁰. Assim, obtém-se a nova equação:

$$\left(\frac{P_c - P_e}{P_c} \right)_i = \alpha_1 + \alpha_2 \left(\frac{D}{P_c} \right)_i + \mu_i \quad (8)$$

Refira-se ainda que relativamente às variáveis a utilizar no estudo, estas consubstanciam-se, essencialmente, no preço das ações na data de cum-dividendo e ex-dividendo e no valor bruto do dividendo por ação. Contudo, a decisão acerca do preço da ação a usar na data ex-dividendo para estimar o QVP não é consensual. Por exemplo, enquanto Elton e Gruber (1970) argumentam que a utilização dos preços de fecho pode enviesar os resultados, na medida em que estes refletem outros fatores relacionados com o mercado, outros autores, tais como Kalay (1982) e Eades *et al.* (1984), sugerem o contrário, argumentando que a utilização de preços de abertura no dia ex-dividendo não será o procedimento mais adequado, uma vez que as ordens iniciais dadas pelos investidores ao mercado refletem o exato valor dos dividendos. Para eliminar o efeito de arbitragem no dia ex-dividendo, Farinha e Soro (2005) argumentam que apenas a

¹⁰ A microestrutura de mercados baseia-se essencialmente no facto do preço das ações ser uma função discreta e não contínua. O sinal esperado para o termo independente é negativo, já que estes efeitos de microestrutura fazem com que o ajustamento em ex-dividendo venha diminuído (Farinha & Soro, 2005).

utilização dos preços de fecho poderão eliminar tal efeito. Outra alternativa seria a utilização de preços ajustados, por exemplo, à distribuição de dividendos ou aumentos de capital. No presente estudo utilizaremos os preços de abertura e fecho na data ex-dividendo tal como sugerido por Farinha e Soro (2005). Esta opção irá permitir comparar os nossos resultados com os obtidos por Farinha e Soro (2005), bem como observar de que forma os preços de abertura e fecho influenciam os resultados. Vários autores, como é exemplo Borges (2002) sugerem ainda que o preço das ações na data ex-dividendo seja ponderado com a rentabilidade do mercado à data da distribuição de dividendos, mitigando desta forma as normais variações do mercado.

Dado que vamos trabalhar com dados de série temporal e *cross-section*, recorreremos aos modelos de dados em painel, dado que estes têm a capacidade de combinar simultaneamente as alterações que ocorrem ao longo do tempo nas diferentes empresas. De acordo com Verbeek (2004) e Gujarati (2003), esta metodologia confere modelos mais realistas do que a seção transversal ou uma série única, colmatando resultados enviesados, pois permite controlar a heterogeneidade individual. Gujarati (2003) refere ainda que esta técnica é a mais adequada para o estudo de dinâmicas de mudança, podendo a utilização desta técnica econométrica valorizar a análise empírica.

Para aplicação da metodologia dos dados em painel, recorreremos à aplicação de três técnicas, que consistiram no método *pooled* dos mínimos quadrados (PMQ), o modelo dos efeitos fixos (MEF) e o modelo dos efeitos aleatórios (MEA). Para selecionar o tipo de modelo mais adequado de entre os três, recorreremos à estatística F e ao teste de Hausman (1978).

Inicialmente, comparamos o PMQ e o MEF com a estatística F, que testa a hipótese nula dos termos constantes serem todos iguais. De acordo com a hipótese nula, o estimador eficiente é o PMQ. Se este for o melhor modelo para a estimativa, significa que não existe um efeito significativo relacionado com as diferentes empresas.

Posteriormente, recorrendo ao teste de Hausman, que testa a hipótese nula de que o modelo MEA é o mais apropriado para uma determinada amostra quando comparado com o modelo MEF, é possível decidir qual destes dois modelos apresenta a melhor estimativa para o conjunto dos dados. A hipótese nula ocorre quando os coeficientes são semelhantes nos dois modelos. Quando se rejeita a hipótese nula, optamos pelo MEF, uma vez que, no caso dos resultados entre modelos sejam divergentes, o modelo dos efeitos aleatórios apresenta resultados enviesados, pelo que é mais apropriado o uso do modelo dos efeitos fixos. Desta forma, com a estatística de Hausman, é possível decidir

qual destes dois modelos se apresenta como mais adequado para determinado conjunto de dados.

4.3. Amostra

Para construir a nossa amostra começámos por analisar todas as empresas com títulos cotados na *Euronext Lisbon*. Depois, para assegurar que a informação de todas as empresas da amostra é completa e suficientemente significativa, tal como sugerido por Farinha e Soro (2005), escolhemos utilizar apenas as empresas que, na data ex-dividendo, constituíam o índice PSI 20. Entre 01 de janeiro de 2005 e 30 de junho de 2015, contabilizamos 23 empresas que cumpriam esse critério, excluindo, portanto, as restantes empresas, ou seja, aquelas que não distribuíram dividendos ou que, distribuindo, não pertenciam ao índice PSI 20.

Depois dos procedimentos de seleção, a amostra final, para o período de 01 de janeiro de 2005 a 30 de junho de 2015, é constituída por 23 empresas, correspondendo a um total de 148 observações (c.f. anexo 1). Os dados foram recolhidos em duas bases de dados. A informação relativa aos dividendos, nomeadamente datas de anúncio, data ex-dividendo e valor bruto do dividendo, foi obtida no portal¹¹ da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) e reconfirmado através de consulta dos comunicados ao mercado referentes ao anúncio de pagamento de dividendos, disponíveis nos respetivos portais das empresas. As cotações de abertura, fecho, mínimo e máximo para as ações que compõem a amostra, foram obtidas recorrendo ao portal¹² da *Yahoo Finance*. Por último, a informação relativa à entrada e saída dos constituintes do índice PSI 20 foi obtida no portal¹³ da CMVM, através da consulta dos indicadores mensais do mercado de capitais português.

A Tabela 2 apresenta a estatística descritiva das principais variáveis utilizadas no estudo.

¹¹ Retirado de: <http://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/dividendos.cfm>, em julho de 2015.

¹² Retirado de: <http://finance.yahoo.com/>, em julho de 2015.

¹³ Retirado de:

<http://www.cmvm.pt/pt/Estatisticas/EstatisticasPeriodicas/IndicadoresMensaisDoMercadoDeCapitaisPortugues>, em julho de 2015.

Tabela 2 – Estatísticas descritivas da amostra

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2005-2015
N.º de Observações		10	12	15	16	15	15	11	12	15	14	13	148
N.º de Empresas		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	23
Div (€)	Máximo	0,36	0,48	0,48	0,58	0,58	0,58	1,30	0,44	0,33	0,40	0,47	1,30
	Mínimo	0,03	0,03	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,01	0,02	0,01	0,01
	Média	0,14	0,20	0,19	0,21	0,17	0,17	0,24	0,18	0,14	0,16	0,17	0,18
	Des. Pad.	0,13	0,17	0,14	0,18	0,14	0,14	0,36	0,12	0,10	0,12	0,13	0,16
Pcum (€)	Máximo	12,25	14,68	12,30	17,21	10,74	11,50	15,27	15,09	17,97	12,85	13,36	17,97
	Mínimo	0,75	0,95	1,29	1,11	0,23	0,30	0,81	0,40	0,50	1,09	0,50	0,23
	Média	4,43	6,10	6,64	5,91	3,85	4,25	4,09	3,89	4,43	5,47	6,16	5,05
	Des. Pad.	3,79	4,23	3,73	4,01	2,70	3,16	4,30	4,35	4,75	4,05	4,47	3,97
Dy (%)	Máximo	4,38	4,81	5,09	7,31	9,04	7,47	15,00	10,98	8,21	7,44	5,90	15,00
	Mínimo	1,48	1,30	0,86	0,98	1,59	1,22	0,92	1,82	0,95	0,81	0,64	0,64
	Média	3,17	2,94	2,71	3,43	4,99	4,61	5,64	6,52	4,15	3,28	3,22	4,03
	Des. Pad.	1,00	1,05	1,11	2,01	2,18	1,67	3,84	3,21	2,47	2,01	1,64	2,37

Legenda:

Div (€) – corresponde ao dividendo bruto por ação, apresentado em euros;

Pcum (€) – corresponde ao preço de fecho da ação no dia cum-dividend, apresentado em euros;

Dy (%) – corresponde ao rácio entre o Div e o Pcum, multiplicado por 100, apresentado em percentagem.

No que respeita ao montante de dividendos distribuídos, destaca-se que o valor médio do dividendo por ação durante o período em análise se cifrou nos € 0,18. O montante mínimo pago foi de € 0,01, nos anos de 2013 e 2015, tendo o valor máximo ascendido a € 1,30, em 2011. Comparando estes valores com os resultados de Farinha e Soro (2005), verifica-se uma diminuição substancial do valor dos dividendos distribuídos, já que estes autores encontraram um valor médio do montante de dividendos distribuídos de € 0,51, no período compreendido entre 1993 e 2001. Contudo, apesar de se registar uma diminuição significativa no montante médio de dividendos distribuídos por ação, o mesmo efeito não se verificou no que diz respeito à *dividend yield*. Para o período em análise, a *dividend yield* média ascendeu a 4,03%, enquanto Farinha e Soro (2005) observaram um valor médio de 3,01%. Este aumento da *dividend yield* é justificado pela diminuição do preço das ações do dia cum-dividendo que, em termos médios, no período em análise, foi de € 5,05, enquanto no estudo de Farinha e Soro (2005) ascendeu a € 20,92.

A Tabela 3 apresenta o cálculo da média e do desvio padrão para o QVP no dia ex-dividendo. Segundo Elton e Gruber (1970), o QVP permite estimar as taxas marginais de imposto do investidor marginal, ao assumir que a tributação sobre os ganhos de capital é uma proporção da taxa de imposto sobre os dividendos.

Tabela 3 – QVP

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2005-2015
Preço de abertura (P_e) utilizado para calcular QVP = $\left(\frac{P_c - P_e}{D}\right)$												
Média	0,66	0,73	0,76	0,60	0,63	0,32	0,50	0,75	0,65	0,69	0,38	0,60
Des. Pad.	0,54	0,79	0,42	0,86	0,43	0,89	0,80	0,27	0,27	0,38	1,39	0,70
Preço de fecho (P_e) utilizado para calcular QVP = $\left(\frac{P_c - P_e}{D}\right)$												
Média	0,50	0,79	0,62	1,24	0,63	0,51	0,98	0,70	0,79	0,50	0,48	0,71
Des. Pad.	0,42	0,45	0,63	0,93	0,71	1,43	0,48	0,39	0,40	0,61	1,39	0,83

Observa-se que a taxa marginal de imposto média, para o período em análise, ascende a 60% quando utilizados os preços de abertura na data ex-dividendo. Quando utilizados os preços de fecho na data ex-dividendo a taxa marginal de imposto sobe 11%, ascendendo a 71%.

A Tabela 4 apresenta o quociente de discriminação fiscal para os investidores privados, calculado com base no sistema fiscal português, já explicado no capítulo 3.

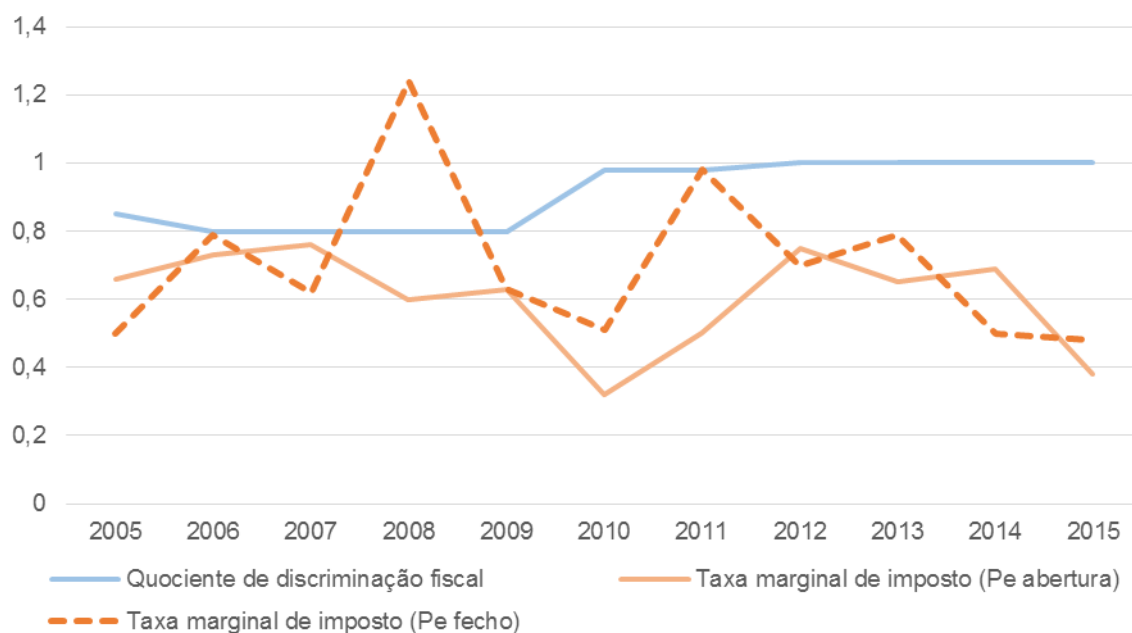
Tabela 4 - Quociente de discriminação fiscal

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2005-2015
Calculado através da fórmula = $\frac{(1-t_d)}{(1-t_{gc})}$												
Média	0,85	0,80	0,80	0,80	0,80	0,981	0,981	1,0	1,0	1,0	1,0	0,91

A análise deste quociente de discriminação fiscal permite afirmar que, para o período em análise, o quociente de discriminação fiscal é de 0,91, o que significa que, por cada 100 unidades monetárias (u.m.) de rendimentos, antes de imposto, os investidores irão receber, em termos líquidos, menos 9 u.m., se a forma de remuneração for através da distribuição de dividendos, em detrimento de ganhos de capital.

O Gráfico 2 apresenta a comparação entre as médias das taxas de imposto marginais, calculadas com as cotações de abertura e fecho da data ex-dividendo, e o quociente de discriminação fiscal.

Gráfico 2 – Evolução das taxas marginais de imposto comparadas com o quociente de discriminação fiscal no período de 2005 a 2015



Fonte: Elaboração própria.

Neste gráfico é possível observar que o quociente de discriminação fiscal é, com exceção do ano de 2008, sempre superior ao valor médio das taxas marginais de imposto. O ano de 2008 apresenta uma taxa marginal de imposto de 1,24, calculada com a cotação de fecho na data ex-dividendo, enquanto que, para o mesmo ano e para a mesma taxa, mas calculada com a cotação de abertura, ascende a 0,60. No que respeita à taxa marginal de imposto calculada para o ano 2008, utilizando os preços de fecho da cotação na data ex-dividendo, importa referir que o índice PSI20 diminuiu, em 2008, 51%, pelo que a taxa de discriminação fiscal calculada poderá estar a ser significativamente influenciada pelos movimentos ocorridos no mercado, nomeadamente quando considerados os preços de fecho da cotação. É possível ainda observar que, desde 2012, data a partir da qual existe indiferença fiscal entre o tratamento dado aos dividendos e aos ganhos de capital, a taxa marginal de imposto tem vindo a apresentar uma tendência decrescente. Tal como observado por Farinha e Soro (2005), a taxa marginal de imposto, calculada com preços de abertura e fecho, é inferior ao quociente de discriminação fiscal.

5. Resultados Empíricos

Neste capítulo apresentamos os resultados empíricos, com o intuito de testar as hipóteses formuladas. As regressões foram efetuadas com recurso ao *software* EViews, através da aplicação dos modelos PMQ, MEF e MEA, bem como as conclusões resultantes da aplicação do teste F e da estatística de Hausman. Atendendo a que a estatística F, medida que procura verificar se existe diferenciação entre os termos independentes para cada empresa, é significativa, rejeitamos a hipótese nula dos termos constantes serem idênticos, o que impede a utilização do modelo PMQ. Assim, é necessário perceber em que medida a variável explicativa está ou não correlacionada com a heterogeneidade individual, através do teste de Hausman (1978). Caso se verifique evidência de que existe correlação, o modelo mais robusto para a estimação dos coeficientes é o MEF, pois estes absorvem a heterogeneidade específica a cada empresa, permitindo uma estimação mais eficiente, por repor as hipóteses clássicas. Caso contrário, existe rejeição das hipóteses clássicas por omissão de variáveis explicativas relevantes que deveriam estar presentes na estimação. Na base da hipótese nula, o MEA é o modelo indicado para a estimação face ao modelo MEF. Caso o valor observado para a estatística de Hausman seja significativo, existe rejeição da hipótese nula e adoção do modelo MEF para estimação.

A fim de testarmos as diferentes hipóteses considerámos a regressão (8), calculando-a de 4 maneiras distintas, conforme Farinha e Soro (2005):

- Na primeira variante, doravante designada regressão (8.1.), utilizámos os preços de abertura das ações na data ex-dividendo e considerámos que o termo independente (α_1) é igual a zero;
- Na segunda variante, doravante designada regressão (8.2.), utilizámos os preços de abertura das ações na data ex-dividendo e considerámos que o termo independente (α_1) é diferente de zero;
- Na terceira variante, doravante designada regressão (8.3.), utilizámos os preços de fecho das ações na data ex-dividendo e considerámos que o termo independente (α_1) é igual a zero; e
- Na terceira variante, doravante designada regressão (8.4.), utilizámos os preços de fecho das ações na data ex-dividendo e considerámos que o termo independente (α_1) é diferente de zero.

5.1. Resultados no período global de análise: 2005 a 2015

Através do teste F chegamos à conclusão que, para a regressão 8.1. e 8.2., esta estatística é significativa, pelo que a hipótese nula dos termos serem todos constantes não é rejeitada sendo o modelo dos PMQ o mais eficiente. No que respeita às regressões 8.3. e 8.4., através do teste F chegamos à conclusão que esta estatística não é significativa, pelo que se rejeita a hipótese nula dos termos serem todos constantes, não sendo o modelo dos PMQ o mais eficiente. Consequentemente, recorreremos ao teste de Hausman para comparar os resultados do MEF e do MEA, a fim de verificar qual destes é o modelo mais adequado. O valor do respetivo teste permite-nos concluir que se rejeita a hipótese nula de que os termos são constantes. Assim, concluímos que o modelo MEF é o mais apropriado para a análise dos resultados das regressões 8.3. e 8.4.. Analisando os resultados das regressões 8.3. e 8.4. constata-se que estes, no método MEF, são iguais. Este efeito decorre do facto das mencionadas metodologias introduzirem os termos aleatórios para efetuar as suas estimações. Logo, para efeitos da análise da hipótese número um (H_1), considera-se que as regressões 8.3. e 8.4. são iguais, evitando-se uma redundância na apresentação dos dados.

Os resultados estimados para as regressões estão apresentados na Tabela 5.

Tabela 5 – Resultados dos modelos de regressão 8.1., 8.2., 8.3. e 8.4.

Regressão 8.1	PMQ		MEF		MEA	
	Coefficiente	Valor p	Coefficiente	Valor p	Coefficiente	Valor p
Termo independente	---	---	-0,001874	0,7409	-0,002369	0,5875
Dividend yield	0,646431	0,00000	0,677860	0,0000	0,685328	0,0000
Teste F		0,0316				
Teste Hausman		0,9257				
Regressão 8.2	PMQ		MEF		MEA	
	Coefficiente	Valor p	Coefficiente	Valor p	Coefficiente	Valor p
Termo independente	-0,002369	0,5875	-0,001874	0,7409	-0,002369	0,5875
Dividend yield	0,690135	0,0000	0,677860	0,0000	0,685328	0,0000
Teste F		0,0316				
Teste Hausman		0,9257				

Regressão 8.3	PMQ		MEF		MEA	
	Coeficiente	Valor p	Coeficiente	Valor p	Coeficiente	Valor p
Termo independente	---	---	0,001880	0,754800	-0,002562	0,590500
Dividend yield	0,738206	0,000000	0,670955	0,000000	0,775574	0,000000
Teste F	0,2175					
Teste Hausman	0,2737					
Regressão 8.4.	PMQ		MEF		MEA	
	Coeficiente	Valor p	Coeficiente	Valor p	Coeficiente	Valor p
Termo independente	-0,003251	0,468700	0,001880	0,754800	-0,002562	0,590500
Dividend yield	0,798177	0,000000	0,670955	0,000000	0,775574	0,000000
Teste F	0,2175					
Teste Hausman	0,2737					

Para analisar a relação entre a variação média do preço das ações na data ex-dividendo e a *dividend yield* recorreremos às regressões 8.1., 8.2., 8.3. e 8.4., cujos resultados estão apresentados na Tabela 6. Os resultados para as regressões 8.1. e 8.2. são apresentados recorrendo ao modelo do PMQ e para a 8.3. e 8.4. apresentados recorrendo ao método MEF, por terem sido considerados os modelos mais eficientes.

Tabela 6 – Resultados do modelo das regressões

Regressão	8.1.		8.2		8.3. e 8.4.	
	PMQ		PMQ		MEF	
	Coeficiente	Valor p	Coeficiente	Valor p	Coeficiente	Valor p
Termo independente	---	---	-0,002369	0,587500	0,001880	0,754800
Dividend yield	0,738206	0,000000***	0,690135	0,000000***	0,670955	0,000000***
R²	0,271542		0,273013		0,445892	
R² Ajustado	0,271542		0,268034		0,343114	

*** Estatisticamente significativo a 1%

Como teste à validação da seleção entre os modelos estimados, podemos realçar o valor do coeficiente de determinação (R^2 ajustado), que, quando considerados os preços de abertura, é de cerca de 27% e, quando considerados os preços de fecho, se situa aproximadamente nos 34%, significando que as variáveis independentes explicam aproximadamente 27% e 34% do comportamento da variável dependente. Na amostra de

Farinha e Soro (2005) a variável independente explicava 45% do comportamento da variável dependente, quando considerados os preços de abertura, e 28%, quando considerados os preços de fecho. A capacidade explicativa do modelo é similar à observada por Farinha e Soro (2005).

No que concerne à interpretação dos resultados obtidos, verificamos que a *dividend yield* apresenta um valor estatisticamente significativo, podendo ser considerado como determinante para a variação do preço das ações na data ex-dividendo. Esta variável apresenta, em todas as regressões, um sinal positivo, pelo que, por cada variação unitária na variável independente, a variável dependente sofre um acréscimo médio de aproximadamente 74%, 69% e 67%, nas regressões 8.1., 8.2., 8.3. e 8.4., respetivamente. Adicionalmente, como se pode depreender da Tabela 3, o QVP assume valores médios próximos dos valores de discriminação fiscal teóricos obtidos para o mesmo período, nomeadamente quando se opta pela utilização de preços de fecho no dia ex-dividendo. Estes resultados são consistentes com os verificados por Farinha e Soro (2005) mas não estão de acordo com os evidenciados por Borges (2002, 2008).

Segundo Boyd e Jagannathan (1994) e Frank e Jagannathan (1998), caso o termo independente seja negativo, permite evidenciar efeitos de microestrutura do mercado. Apesar dos valores encontrados não serem estatisticamente significativos, destaca-se que, quando considerados os preços de abertura na data ex-dividendo (regressões 8.1. e 8.2.), é possível verificar que, a existirem particularidades nos mercados de capitais portugueses, estas serão de natureza residual. Estes resultados são consistentes com os de Bell e Jeckinson (2002) e Farinha e Soro (2005), mas não estão em consonância com a evidência reportada por Boyd e Jagannathan (1994) e Frank e Jagannathan (1998).

Concluindo, os resultados permitem suportar a hipótese de que existe uma relação positiva entre a variação média do preço das ações na data ex-dividendo e a *dividend yield* (H_1) e que o quociente de variação do preço médio das ações na data ex-dividendo corresponde ao valor médio da discriminação fiscal do investidor (H_3).

5.2. Resultados no período compreendido de 2012 a 2015

A fim de testarmos a segunda hipótese, reduzimos o período da amostra, passando a considerar o período compreendido entre 2012 e 2015, já que, tal como descrito no capítulo 3, este é caracterizado pela inexistência de discriminação fiscal, dado que os impostos que recaem sobre os dividendos são iguais aos dos ganhos de capital. Considerando as empresas que distribuíram dividendos entre 2012 e 2015, obtivemos

uma amostra composta por 54 observações, correspondendo a 17 empresas diferentes. A Tabela 7 apresenta as estatísticas descritivas para o período agora em análise.

Tabela 7 – Estatísticas descritivas da amostra 2012-2015

		2012	2013	2014	2015	2012-2015
N.º de Observações		12	15	14	13	54
N.º de Empresas		-	-	-	-	17
Div (€)	Máximo	0,44	0,33	0,40	0,47	0,47
	Mínimo	0,02	0,01	0,02	0,01	0,01
	Média	0,18	0,14	0,16	0,17	0,16
	Des. Pad.	0,12	0,10	0,12	0,13	0,11
Pcum (€)	Máximo	15,09	17,97	12,85	13,36	17,97
	Mínimo	0,40	0,50	1,09	0,50	0,40
	Média	3,89	4,43	5,47	6,16	5,00
	Des. Pad.	4,35	4,75	4,05	4,47	4,38
Dy (%)	Máximo	10,98	8,21	7,44	5,90	10,98
	Mínimo	1,82	0,95	0,81	0,64	0,95
	Média	6,52	4,15	3,28	3,22	4,23
	Des. Pad.	3,21	2,47	2,01	1,64	2,65

Legenda:

Div (€) – corresponde ao dividendo bruto por ação, apresentado em euros;

Pcum (€) – corresponde ao preço de fecho da ação no dia cum-dividend, apresentado em euros;

Dy (%) – corresponde ao rácio entre o Div e o Pcum, multiplicado por 100, apresentado em percentagem.

O valor médio dos dividendos brutos por ação distribuídos ascendeu a € 0,16 que configura uma diminuição de € 0,02, face aos dados apresentados na Tabela 2. A *dividend yield* média aumentou 0,20% quando comparada com os dados obtidos para a globalidade do período (Tabela 2). Este aumento é justificado pela diminuição do valor médio de dividendos distribuídos.

A Tabela 8 apresenta o QVP para o período compreendido entre 2012 e 2015.

Tabela 8 – QVP da amostra 2012-2015

		2012	2013	2014	2015	2012-2015
		Preço de abertura (P_e) utilizado para calcular QVP = $\left(\frac{P_c - P_e}{D}\right)$				
Média		0,75	0,65	0,69	0,38	0,62
Desvio Padrão		0,27	0,27	0,38	1,39	0,73
		Preço de fecho (P_e) utilizado para calcular QVP = $\left(\frac{P_c - P_e}{D}\right)$				
Média		0,70	0,79	0,50	0,48	0,62
Desvio Padrão		0,39	0,40	0,61	1,39	0,79

De destacar que, no período em análise, o QVP médio é igual, quer se utilizem preços de abertura ou de fecho na data ex-dividendo para o seu cálculo.

Através do teste F chegamos à conclusão que, para as regressões 8.1., 8.2., 8.3. e 8.4. esta estatística não é significativa, pelo que se rejeita a hipótese nula dos termos serem todos constantes, não sendo o modelo dos PMQ o mais eficiente. Consequentemente, recorreremos ao teste de Hausman para comparar os resultados do MEF e do MEA, a fim de verificar qual destes é o modelo mais adequado. O valor do respetivo teste permite-nos concluir que se rejeita a hipótese nula de que os termos são constantes. Assim, concluímos que o modelo MEF é o mais apropriado para a análise dos resultados das regressões analisadas. Analisando os resultados obtidos com as regressões 8.1. e 8.2. e para as regressões 8.3. e 8.4. constata-se que estes, no método MEF, são iguais. Este efeito decorre do facto das mencionadas metodologias introduzirem os termos aleatórios para efetuar as suas estimações. Logo, para efeitos da análise da hipótese número dois (H_2), serão apresentadas, como se de uma só se tratassem, as regressões 8.1. e 8.2. e as regressões 8.3. e 8.4., evitando-se uma redundância na apresentação dos dados. Os resultados estimados para as regressões estão apresentados na Tabela 9.

Tabela 9 - Resultados dos modelos de regressão 8.1., 8.2., 8.3. e 8.4. para o período 2012-2015

Regressão 8.1.	PMQ		MEF		MEA	
	Coeficiente	Valor p	Coeficiente	Valor p	Coeficiente	Valor p
Termo independente	---	---	0,004433	0,589000	-0,005963	0,324700
Dividend yield	0,733810	0,000000	0,582617	0,002800	0,815174	0,000000
Teste F	0,1089					
Teste Hausman	0,0929					
Regressão 8.2.	PMQ		MEF		MEA	
	Coeficiente	Valor p	Coeficiente	Valor p	Coeficiente	Valor p
Termo independente	-0,007013	0,211500	0,004433	0,589000	-0,005963	0,324700
Dividend yield	0,853500	0,000000	0,582617	0,002800	0,815174	0,000000
Teste F	0,1089					
Teste Hausman	0,0929					

Regressão 8.3.	PMQ		MEF		MEA	
	Coefficiente	Valor p	Coefficiente	Valor p	Coefficiente	Valor p
Termo independente	---	---	0,003687	0,692000	-0,009464	0,130000
Dividend yield	0,774390	0,000000	0,621055	0,004800	0,929641	0,000000
Teste F	0,2354					
Teste Hausman	0,0629					
Regressão 8.4.	PMQ		MEF		MEA	
	Coefficiente	Valor p	Coefficiente	Valor p	Coefficiente	Valor p
Termo independente	-0,010013	0,103300	0,003687	0,692000	-0,009464	0,130000
Dividend yield	0,945291	0,000000	0,621055	0,004800	0,929641	0,000000
Teste F	0,2354					
Teste Hausman	0,0629					

Para analisar a relação entre a variação média do preço das ações na data ex-dividendo e a *dividend yield* recorreremos, mais uma vez, regressões 8.1., 8.2., 8.3. e 8.4., cujos resultados estão apresentados na Tabela 10. Os resultados apresentados dizem respeito ao MEF, por terem sido considerados os mais eficientes.

Tabela 10 – Resultados dos modelos de regressões para o período 2012-2015

Regressão	8.1. e 8.2.		8.3. e 8.4.	
	MEF		MEF	
	Coefficiente	Valor p	Coefficiente	Valor p
Termo independente	0,004433	0,589000	0,003687	0,692000
Dividend yield	0,582617	0,002800***	0,621055	0,004800***
R²	0,727916		0,709555	
R² Ajustado	0,599432		0,572401	

*** Estatisticamente significativo a 1%

Como teste à validação da seleção do modelo podemos realçar o valor do coeficiente de determinação (R² ajustado), que apresenta um valor aproximadamente de 0,60, quando considerados os preços de abertura, e de 0,57 quando considerados os preços de fecho, significando que as variáveis independentes explicam aproximadamente 60% e 57% do comportamento da variável dependente. Estes resultados representam uma melhoria

significativa, face aos evidenciados para o período de 2005 a 2015, conferindo uma maior capacidade explicativa a estas regressões. De realçar que os valores do R^2 ajustado observados por Farinha e Soro (2005) foram substancialmente inferiores aos obtidos no nosso estudo, para este período.

No que concerne à interpretação dos resultados obtidos, verificamos que a *dividend yield* apresenta um valor estatisticamente significativo, podendo ser considerado como determinante para a variação do preço das ações na data ex-dividendo. Esta variável apresenta, em todas as regressões, um sinal positivo, pelo que, por cada variação unitária na independente, a variável dependente sofre um acréscimo médio de aproximadamente 58% e 62%, respetivamente para as regressões 8.1. e 8.2. e 8.3. e 8.4.. Adicionalmente, como se pode depreender da Tabela 8 o QVP assume, quando analisados os preços de fecho no dia ex-dividendo (regressões 8.3. e 8.4.), valores iguais à taxa marginal de imposto média para o mesmo período. Este efeito é consistente com o que foi encontrado por Brennan (1970), evidenciado que, num cenário de indiferença fiscal, os investidores consideram os dividendos e os ganhos de capitais substituídos perfeitos, não existindo correlação entre a *dividend yield* e o QVP. Estes resultados sugerem que os investidores são indiferentes quanto à origem da sua riqueza, seja ela proveniente de dividendos ou de ganhos de capital, conforme um dos pressupostos assumidos por Miller e Modigliani (1961).

No que respeita ao termo independente, apesar do coeficiente não ser estatisticamente significativo, destaca-se que, num período de indiferença fiscal, não existem particularidades no mercado de capitais português. Estes resultados são consistentes com os de Boyd e Jagannathan (1994) e Frank e Jagannathan (1998).

Concluindo, os resultados permitem suportar, num cenário de indiferença fiscal, a hipótese de que não existe correlação entre a variação média do preço das ações na data ex-dividendo e a *dividend yield* (H_2) e que o quociente de variação média do preço das ações na data ex-dividendo corresponde ao valor médio da discriminação fiscal do investidor (H_3).

6. Conclusões

A elaboração desta dissertação visou estudar o impacto dos impostos na política de dividendos, analisando o comportamento das ações em torno da data ex-dividendo. A nossa amostra foi obtida com recurso à informação disponibilizada no portal da CMVM, para o período compreendido entre 2005 e 2015, recaindo sobre as empresas que, na data de pagamento de dividendos, constituíam o índice PSI20. A amostra é composta por 148 observações.

Começamos por uma abordagem teórica, analisando os vários condicionalismos associados à política de dividendos, nomeadamente a existência de impostos, custos de agência e assimétrica de informação. De entre os vários fatores abordados o foco da análise recaiu sobre os impostos e o efeito clientela. À luz desta abordagem, num cenário de discriminação fiscal em que os dividendos são mais penalizados do que os ganhos de capital, a diminuição da cotação das ações terá de ser inferior ao valor do dividendo distribuído sendo possível inferir a taxa marginal de tributação a que se encontram sujeitos os investidores marginais. Num cenário de inexistência de discriminação fiscal, a revisão da literatura aponta para que os investidores considerem indiferente a origem dos seus rendimentos.

Para investigar qual o impacto fiscal na política de dividendos tivemos por base a metodologia de dados em painel, nomeadamente dados em painel não balanceados, devido à existência de *missing data*, ou seja, para período em análise, nem sempre as empresas que constituíam o índice PSI20 distribuíram dividendos. Tendo por base a metodologia apresentada por Farinha e Soro (2005) estimamos uma regressão, com quatro variáveis, bem como o facto do enquadramento fiscal vigente em Portugal permitir analisar o efeito fiscal sob duas perspetivas distintas caracterizadas pela existência de discriminação fiscal entre dividendos e ganhos de capital (período de 2005 a 2015) e inexistência de discriminação fiscal (período de 2012 a 2015). Este enquadramento permite enriquecer o trabalho, uma vez que são analisadas as reações dos investidores em períodos temporais com características fiscais distintas.

Os resultados do estudo permitem-nos concluir que, no período de 2005 a 2015, (i) existe uma relação positiva entre a *dividend yield* e o quociente de variação do preço das ações na data ex-dividendo e (ii) o quociente de variação do preço estimado é próximo dos valores médios de discriminação fiscal o que permite evidenciar a existência de efeito fiscal.

No que respeita aos resultados estimados para o período de 2012 a 2015, verificamos que (i) não existe relação entre a *dividend yield* e o quociente de variação do preço das ações na data ex-dividendo e (ii) o quociente de variação do preço estimado é igual aos valores médios de discriminação fiscal o que permite evidenciar que, neste cenário, os investidores são indiferentes à forma como obtêm os seus rendimentos sejam eles obtidos através de ganhos de capital ou dividendos.

Foi também testada a existência de efeitos de microestrutura no mercado português tendo sido evidenciado que a existirem, em torno da data ex-dividendo, são de reduzida expressão.

Comparando os nossos resultados com outros estudos elaborados para o mercado português, verificamos a evidência de existência de efeito fiscal em torno da política de dividendos, o que vai ao encontro dos resultados de Farinha e Soro (2005). Contudo são distintos dos resultados obtidos por Borges (2002, 2008), que evidenciaram uma relação negativa entre o grau de ajustamento dos preços e a *dividend yield*, tendo a autora rejeitado a hipótese de que os impostos influenciam a diminuição do preço das ações na data ex-dividendo.

Considerando que os resultados dos vários estudos empíricos levados a cabo sobre o impacto dos sistemas fiscais na definição da política de dividendos não são consensuais julgamos que a investigação nesta área permanece longe de estar esgotada.

Como investigação futura sobre esta temática, seria enriquecedor testar, para o mesmo período a existência, de oportunidades de arbitragem em torno da data ex-dividendo, com o objetivo de testar a eficiência do mercado nacional, bem como efetuar os mesmos cálculos recorrendo à metodologia apresentada por Borges (2002, 2008) na qual os preços das ações da data ex-dividendos são ponderadas em função da rentabilidade do mercado, mitigando as normais variações do mercado de capitais.

Bibliografia

- Allen, F. & Michaely, R.** (2002). Payout Policy, *Working Paper, Wharton University*, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=309589
- Ambarish, R., John, K. & Williams, J.** (1987). Efficient signalling with dividends and investments, *Journal of Finance*, Vol. 42, N.º 2, pp. 321-343.
- Ang, J., Blackwell, D., & Meginson, W.** (1991). The Effect of Taxes on the Relative Valuation of Dividends and Capital Gains: Evidence from Dual-Class British Investment Trusts, *The Journal of Finance*, 46(1), pp. 383–399.
- Baker, H., & Wurgler, J.** (2004a). A Catering Theory of Dividends, *Journal of Finance*, Vol. 59, pp. 1125-1165.
- Baker, H., & Wurgler, J.** (2004b). Appearing and Disappearing Dividends: The Link to Catering Incentives, *Journal of Financial Economics*, Vol. 72, n.º 3, pp. 271-288.
- Barclay, M.** (1987). Dividends, Taxes and Common Stock Prices: the Ex-Dividend Day Behavior of Common Stock Before the Income Tax, *The Journal of Financial Economics*, Vol. 19, pp. 31-44.
- Bell, L., & Jeckinson, T.** (2002). New Evidence of the Impact of Dividend Taxation and on the Identity of the Marginal Investor, *Journal of Finance*, Vol. 57, n.º 3, pp. 1321-1346.
- Benzinho, J.** (1999). A política de dividendos das empresas: Um debate inacabado, *Revista de Contabilidade e Comércio*, 56 (221), pp. 145-188.
- Benzinho, J.** (2007). A política de dividendos das Empresas Portuguesas: Evidência a partir da Euronext Lisboa, *MPRA Paper n.º 1137*.
- Bhattacharya, S.** (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and “the Bird in the Hand” Fallacy, *The Bell Journal of Economics*, Vol. 10, N.º 1, pp. 259-270.
- Black, F.** (1976). The Dividend Puzzle, *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 2, N.º 2, pp. 5-8.
- Black, F. & Scholes, M.** (1974). The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns, *Journal of Financial Economics*, Vol. 1, N.º 1, pp. 1-22.
- Borges, M.** (2002). Fiscal Effect in Dividend Distributions, *Estudos de Gestão – Portuguese Journal of Management Studies*, Vol. VIII, n.º 1., pp. 73-85.

- Borges, M.** (2008). The Ex-Dividend Day Stock Price Behavior: The Case of Portugal, *Internacional Atlantic Economic Society*, Vol. 36, pp. 15-30.
- Boyd, J., & Jagannathan, R.** (1994). Ex-Dividend Price Behaviour of Common Stocks, *Review of Financial Studies*, Vol. 7, n.º 4, pp. 711-741
- Brealey, R., Myers, S., & Allen, F.** (2014), *Principles of Corporate Finance*, 11th Edition, McGraw-Hill.
- Brennan, M.** (1970). Taxes, Market Valuation and Financial Policy, *National Tax Journal*, Vol. 23, N.º 4, pp. 417-429.
- Campbell, J., & Beranek, W.** (1955). Stock Price Behavior on Ex-Dividend Dates, *The Journal of Finance*, Vol. X, n.º 4, pp. 425-429.
- Collins, J. H. & Kemsley, D.** (2000). Capital Gains and Dividend Taxes in Firm Valuations: Ev of Triple Taxation, *The Accounting Review*, vol. 75, n.º 4, pp. 405-427.
- Daunfeldt, S.** (2002). Tax Policy Changes and Ex-Dividends Behavior: The Casa of Sweden, *Working Paper*, Umea University.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D.** (2004). Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings, *Jornal of Financial Economics*, Vol. 72, n.º 1, pp. 425-456.
- Denis, D.J., & Osobov, I.** (2008). Why do Firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy, *Journal of Financial Economics*, Vol. 89, n.º 1, pp. 62-82.
- Eades, K., Hess, P. & Kim, E.** (1984). On Interpreting Security Returns During Ex-Dividend Period, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp. 3-34.
- Easterbrook, F.** (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends, *American Economic Review*, Vol. 74, pp. 650-659.
- Eije, V. & Megginson, W.** (2008). Dividends and share repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics*, Vol. 89, pp. 347-374.
- Elton, E. & Gruber, M.** (1970). Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 52, N.º 1, pp. 68-74.
- Fama, E., & French, K.** (2001). Disappearing Dividends: Changing firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?, *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, pp. 3-43.

- Farinha, J. & Soro, M.** (2005). Ex-dividend pricing, Taxes and Arbitrage Opportunities: The Case of the Portuguese Stock Exchange, *CETE – Centro de Estudos de Economia Industrial, do Trabalho e da Empresa*, Faculdade de Economia, Universidade do Porto, 2005.
- Farinha, J. & Soro, M.** (2012). *Dividendos e Recompra de Ações – da teoria à prática*. Vida Económica – Editorial, S.A.: Porto.
- Farrar, D. & Selwyn, L.** (1967). Taxes, Corporate Financial Policy and Return to Investors, *National Tax Journal*, Vol. 20, pp. 443 - 454.
- Fatemi, A. & Bildik, R.** (2012). Yes, dividends are disappearing: Worldwide evidence, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36, pp. 662-677.
- Fernandes, D. & Ribeiro, A.** (2013). *Fatores determinantes da política de distribuição de dividendos: evidência empírica para as empresas não financeiras da Euronext Lisbon*, Estudos do ISCA Série IV N.º 7, edição *on-line*.
- Frank, M., & Jagannathan, R.** (1998). Why do Stock Prices Drop By Less Than the Value of Dividends? Evidence from a Country Without Taxes, *Journal of Financial Economics*, Vol. 47, pp. 161-188.
- Gordon, M.** (1959). Dividends, Earnings and Stock Prices, *Review of Economics and Statistics*, n.º 41, pp. 99-105.
- Grinstein, Y. & Michaely, R.** (2005) Institutional holdings and payout policy. *The Journal of Finance*, v. 60, n. 3, pp. 1389-1426.
- Gujarati, D.** (2003). *Basis Econometrics*, 4.^a Edição, McGraw-Hill
- Harada, K. & Nguyen, P.** (2011). Ownership concentration and dividend policy in Japan. *Managerial Finance*, v. 37, n. 4, pp. 362-379.
- Hausman, J.** (1978). Specification Tests in Econometrics, *Econometrica*, 46(6), 1251-1271
- Jensen, M.** (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, *American Economic Review*, Vol. LXXVI, pp. 323-329.
- Jensen, M., & Meckling, W.** (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics* 3(4), pp. 305-360.

- John, K. & Williams, J.** (1985). Dividends, Dilution, and Taxes: A Signaling Equilibrium, *The Journal of Finance*, Vol. 40, N.º 4, pp. 1053-1070.
- Kalay, A.** (1982) The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-Examination of the Clientele Effect, *The Journal of Finance*, Vol. 37, n.º 4, LII, n.º 1, pp. 1059-1070.
- Khan, T.** (2006). Company dividends and ownership structure evidence from UK panel data. *The Economic Journal*, v. 116, n. 510, pp. C172-C189.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R.** (2000). Agency Problems and Dividend Policies Around the World, *Journal of Finance*, Vol. 55, n. 1, pp. 1-33.
- Lasfer, M.** (1995). Ex-Dividend Behavior: Tax or Short Term Effects, *Journal of Finance*, Vol. 50, n.3, pp. 875-897.
- Lasfer, M.** (1996). Taxes and Dividends: the UK evidence, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 20, pp. 455-472.
- Lease, R., Kose, J., Kalay, A., Loewenstein, U., & Sarig, O.** (2000). Dividend Policy: Its Impact on Firm Value, *Harvard Business School Press*.
- Li, W., & Lie, E.** (2006) Dividend changes and catering incentives, *Journal of Financial Economics*, Vol. 80, pp. 293-308.
- Lintner, J.** (1956). Distribution of Incomes of Corporation among Dividends, Retained Earnings and Taxes, *The American Economic Review*, Vol. 46, n.º 2, pp. 97-113.
- Litzenberger, R. & Ramaswamy, K.** (1979). The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Assets Prices: Theory and Empirical Evidence, *Journal of Financial Economics*, Vol. 7, n.º 2, pp. 163-195.
- Lumby, S.** (1991) *Investment Appraisal and Financing Decision - 4ª edition*, Chapman & Hall.
- Masulis, R. & Trueman, B.** (1988). Corporate Investment and Dividend Decisions Under Differential Personal Taxation, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 22, pp. 369-386.
- McDonald, R.** (2001). Cross-Border Investing with Tax Arbitrage: The Case of German Dividend Tax Credits, *Review of Financial Studies*, Vol. 14. N.º 3, pp. 617-657.
- Menyah, K.** (1993). Ex-Dividend Equity Pricing under UK Tax Regimes, *Journal of Business Financial and Accounting*, Vol. 20, pp. 61-81.

- Michaely, R. & Vila, J.** (1995). Investor' Heterogeneity, Prices and Volume Around the Ex-Dividend Day, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 30, pp. 171-319.
- Miller, M., & Modigliani, F.**, (1961), Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, *The Journal of Business*, Vol. 34, N.º 4, pp. 411-433.
- Miller, M., & Rock, K.**, (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information, *The Journal of Finance*, Vol. 40, N.º 4, pp. 1031-1051.
- Miller, M., & Scholes, M.** (1978). Dividends and Taxes, *Journal of Financial Economics*, Vol. 6, N.º 4, pp. 333-364.
- Myers, S.** (1977) Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*, n.º 5, pp. 147-175.
- Neves, M. & Pindado., C.** (2006). Dividends: New evidence on the catering theory, Working paper Universidad de Salamanca, disponível em http://gredos.usal.es/jspui/bitstream/10366/75241/1/DAEE_14_06_Dividens.pdf.
- Ofer, R., Aaron, T & Anjan, V.** (1987). A theory of Stock Price Response to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends, *The Journal of Finance*, Vol 42, pp.365-394.
- Regneir, P.** (2001). Germany Slows, but BMW Accelerates, *Time*, n.º 33, p. 14.
- Renneboog, L., & Trojanowski, G.**, (2005). Control Structures and Payout Policy, *Working Paper, European Corporate Governance Institute*, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=707421.
- 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*, Vol.9, N.º 1-2, pp. 15-25.
- Ribeiro, A., & Villar, M. (2012).** Evidência Empírica dos Fatores Explicativos dos Dividendos Distribuídos pelas Empresas do PSI 20, *Apresentado no XV Encontro AECA - Novos Caminhos para a Europa: O papel das Empresas e dos Governos*, 20 e 21 Setembro, Ofir, Esposende.
- Roche, I.** (1976). Las decisiones de distribución de beneficios en la empresa: Política de dividendos, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 5 (17), 37-54.
- Rozeff, M.** (1982), Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Payout Ratios, *Journal of Financial Research*, Vol. 5, N.º 3, pp. 249-259.

- Salas, J. & Chahyadi., C.** (2006). Is there a lower propensity to pay dividends? A decomposition of dividends payers, *Working Paper, Journal of Banking & Finance*, disponível em <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.635781>
- Shefrin, H. & Statman, M.** (1984). Explaining Investor Preferences for Cash-Dividends, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp. 253-282.
- Stiglitz, J.** (1983). Some aspects of Taxation on Capital Gains, *Journal of Public Economics*, Vol. 21, pp. 257-296.
- Verbeek, M.** (2004). *A Guide to Modern Econometrics*, 2.^a Edição, John Wiley & Sons, Ltd.
- Vieira, E.** (2011). Investor sentiment and the market reaction to dividend news: European evidence, *Managerial Finance*, Vol. 37, pp. 1213-1245.
- Vieira, E., Pinho, C. & Leite, S.** (2013). Reação do mercado ao anúncio de dividendos: Evidência em Países Europeus, *Estudos do ISCA*, Série IV, n.º 5, edição *on-line*.

Anexo

Anexo 1 - Decomposição das empresas que compõem a amostra

Empresas PSI20
Altri, SGPS, S.A.
Banco BPI, S.A.
Banco Comercial Português, S.A.
Banco Espírito Santo, S.A.
Brisa - Auto Estradas de Portugal, S.A.
Cimpor - Cimentos de Portugal, SGPS, S.A.
Cofina - SGPS, S.A.
Corticeira Amorim - SGPS, S.A.
CTT - Correios de Portugal, S.A.
EDP - Energias de Portugal, S.A.
EDP Renováveis, S.A.
Galp Energia, SGPS, S.A.
Jerónimo Martins - SGPS, S.A.
Mota-Engil, SGPS, S.A.
Nós, SGPS, S.A.
Novabase, SGPS, S.A.
Pharol, SGPS, S.A.
Portucel, S.A.
REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS, S.A.
Semapa - Sociedade de Investimento e Gestão, SGPS, S.A.
Sonae - SGPS, S.A.
Sonaecom - SGPS, S.A.
Teixeira Duarte, S.A.
