

**REAÇÃO DO MERCADO AO ANÚNCIO DE DIVIDENDOS: EVIDÊNCIA EM PAÍSES EUROPEUS**

**Elisabete S. Vieira**

ISCA - Universidade de Aveiro  
e Unidade de Investigação GOVCOPP  
[elisabete.vieira@ua.pt](mailto:elisabete.vieira@ua.pt)

**Carlos Pinho**

DEGEI – Universidade de Aveiro  
e Unidade de Investigação GOVCOPP  
[cpinho@ua.pt](mailto:cpinho@ua.pt)

**Sara Leite**

DEGEI – Universidade de Aveiro  
[isca5991@ua.pt](mailto:isca5991@ua.pt)

**ABSTRACT**

The empirical evidence concerning the analysis of the market reaction to dividend change announcements is not consensual. Thus, we intend to test whether this kind of news has a significant impact on the respective share prices, as well as in its future earnings, considering three European countries. Additionally, we analyzed the extent to which some specific variables are crucial for companies to pay dividends.

Globally, we found no evidence that dividend announcements affect the shares price, at least significantly. Regarding the relationship between the dividend change announcements and the firms' future performance, measured by the earnings changes, we find evidence of this effect for only one of the countries analyzed.

Finally, we found that there are some specific variables influencing the payout ratio, such as net income, return on equity and debt level.

Keywords: Dividends, Share prices, Event study banking relationship with SME's due to international accounting standards.

**RESUMO**

Face aos resultados não consensuais no que respeita à análise da reação do mercado ao anúncio da variação dos dividendos por parte das empresas, pretendemos testar até que ponto este tipo de notícia tem um impacto significativo no preço das respetivas ações, bem como nos seus resultados futuros, considerando para tal três países europeus. Adicionalmente, analisamos quais as variáveis específicas das empresas que podem ser determinantes para o pagamento de dividendos.

De um modo geral, não encontramos evidência de que o anúncio de dividendos afete o preço das ações, pelo menos de forma significativa. No que diz respeito à relação entre o anúncio da variação dos dividendos e o desempenho futuro das empresas, medido através da variação dos resultados, encontramos evidência deste efeito apenas para um dos países analisados.

Finalmente, verificámos que existem algumas variáveis capazes de influenciar o rácio de distribuição dos dividendos, como sejam o resultado líquido, a rentabilidade do capital próprio e o nível de endividamento.

Palavras-chave: Dividendos, Preço ações, Estudo de eventos

## 1. INTRODUÇÃO

A temática da política de dividendos, e, em particular, a hipótese do conteúdo informativo dos dividendos, é um dos temas que ainda hoje gera alguma controvérsia na literatura financeira, apesar da intensa investigação levada a cabo após o estudo pioneiro de Miller e Modigliani (1961). A existência de opiniões distintas e conclusões antagónicas são razões para se continuar a citar Black (1976, p. 5), “*The harder we look at the dividend picture, the more it seems like a puzzle, with pieces that just don't fit together.*”

No mundo real, existem vários fatores que contribuem para uma política de dividendos elevada ou reduzida, como sejam os impostos, a incerteza e a assimetria de informação. Um dos fatores que motiva a distribuição de dividendos é a informação que estes transmitem ao mercado. De acordo com a teoria da sinalização, o anúncio da variação de dividendos transmite informações úteis ao mercado acerca das expectativas das empresas quanto ao seu crescimento futuro, já que os gestores das empresas são conhecedores de mais informação sobre a empresa do que os investidores.

Neste contexto, pretendemos verificar a hipótese do conteúdo informativo dos dividendos, analisando a relação entre o anúncio da variação dos dividendos e a subsequente reação do mercado, no âmbito europeu, para o período compreendido entre 2004 e 2010.

Com este trabalho pretendemos dar um contributo para a problemática da política de dividendos, bem como ao seu impacto no valor da empresa, nomeadamente analisando três países europeus com características diferentes a nível de propriedade e concentração de capital, governação de empresas, dimensão e desenvolvimento de mercado de capitais e assimetria de informação, o que implicará diferenças de reação ao anúncio da variação de dividendos.

O texto encontra-se organizado do seguinte modo: a secção 2 apresenta um resumo da principal bibliografia e formula as hipóteses. A secção seguinte caracteriza a amostra e descreve a metodologia. A secção 4 apresenta os resultados e, finalmente, a secção 5 conclui.

## 2. REVISÃO DA LITERATURA E FORMULAÇÃO DE HIPÓTESES

Um dos trabalhos pioneiros sobre a temática da política de dividendos foi desenvolvido por Miller e Modigliani (1961), a partir de agora designados por MM, num contexto de mercados de concorrência perfeita. MM (1961) demonstraram que o valor de uma empresa é independente da sua política de dividendos, sendo que os investidores desejam ser remunerados pelo seu investimento, indiferentemente da sua origem (dividendos ou mais-valias).

Contudo, vários autores criticaram as conclusões de MM (1961), dado que o valor da empresa apenas é independente da política de dividendos no contexto do mercado de capitais perfeitos, o que na realidade não se verifica. De facto, ao admitirmos a existência de várias anomalias presentes no mercado real, como sejam os impostos, a assimetria de informação e os custos de transação, o valor da empresa passa a ser função, entre outros aspetos, da política de dividendos.

Quando se considera a existência de impostos, e dado que, de um modo geral, os dividendos são penalizados em termos fiscais comparativamente com as mais-valias, a teoria aponta para uma preferência destas sobre os dividendos. Para fazer face a este contexto, MM (1963) desenvolveram um novo trabalho, concluindo que, na presença de impostos, as empresas evitam uma elevada política de dividendos.

Farrar e Selwyn (1967) e Brennan (1970) concluíram que as empresas devem evitar a distribuição de resultados sempre que os impostos que incidem sobre os dividendos sejam superiores aos que incidem sobre as mais-valias. Contudo, Miller e Scholes (1978) afirmam que não é muito claro que exista aversão generalizada dos investidores aos dividendos. Brav et al. (2008) analisaram o efeito da diminuição dos impostos sobre dividendos, concluindo que este fator é secundário na definição da política de dividendos, sendo mais relevantes aspetos como a estabilidade dos dividendos e os fluxos de caixa futuros.

MM (1961) defenderam que cada empresa tenderá a atrair para si própria os investidores que preferem o seu rácio particular de pagamento de dividendos por razões fiscais, ideia denominada por efeito de clientela. Embora alguns autores tenham corroborado este efeito, como sejam Elton e Gruber (1970), Pettit (1977), Seida (2001) e Perez-Gonzalez (2003), outros encontraram apenas fraca evidência (Kalay, 1982) e outros não encontraram evidência capaz de suportar o efeito de clientela (Borges, 2002).

Embora o efeito fiscal seja o argumento mais forte para uma baixa política de dividendos, esta questão não reúne consenso, o que conduz à exploração de outros fatores que podem influenciar a política de dividendos.

No contexto de conflito de interesses entre gestores e acionistas, o pagamento de dividendos surge como um meio de controlar a atividade dos gestores, diminuindo os custos de agência (Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986).

Outro fator que aponta para dividendos elevados relaciona-se com a falácia do “Pássaro na mão”, ou “*Bird-in-the-hand fallacy*”. Esta reflete o princípio de que os dividendos têm um maior valor do que os ganhos de capital, dado que os dividendos (ganhos de capital) representam uma componente de rendibilidade certa (incerta) e são recebidos no momento atual (futuro). Gordon (1961) argumentou que as empresas que pagam dividendos favorecem os acionistas porque lhes resolvem, ou pelo menos, diminuem a incerteza. Este princípio foi igualmente defendido por Lintner (1962) e Gordon (1963).

A corrente das finanças comportamentais defende que o processo de tomada de decisão dos investidores é influenciado por fatores de natureza psicológica. Shefrin e Statman (1984) concluíram que a preferência dos investidores por dividendos em dinheiro assenta em aspetos comportamentais, nomeadamente por questões de autocontrolo da sua riqueza, e para evitar sentimentos de arrependimento e remorso.

Vieira (2011a) analisou o papel do sentimento do investidor aquando da sua reação ao anúncio da alteração de dividendos, encontrando alguma evidência deste efeito para os mercados francês e do Reino Unido, mas não para o mercado português.

É consensual que os gestores têm mais informação sobre as perspetivas da evolução futura das empresas do que os investidores, o que provoca uma assimetria de informação entre os diferentes intervenientes. Assim, os dividendos podem ser um meio importante dos gestores transmitirem informações relevantes ao mercado acerca da perspetiva de evolução futura das empresas. Deste modo, o anúncio do aumento (diminuição) de dividendos transmitirá um sinal positivo (negativo) ao mercado. Consequentemente, de acordo com a teoria da sinalização ou hipótese do conteúdo informativo dos dividendos, espera-se que o anúncio de alteração dos dividendos esteja positivamente relacionado com a reação do preço das ações e com os resultados futuros das empresas.

Os primeiros modelos relacionados com a teoria da sinalização foram desenvolvidos por Battacharya (1979), Miller e Rock (1985) e John e Williams (1985). Em termos empíricos, o primeiro estudo foi realizado por Lintner (1956), que levou a cabo entrevistas aos responsáveis pela política de dividendos de 28 empresas americanas, com o intuito de identificar os fatores que os gestores financeiros têm em consideração aquando da definição da política de dividendos. Entre outras conclusões, o autor afirma que as empresas tendem a seguir uma política de ajustamento gradual em direção a um rácio *payout* objetivo de médio e longo prazo, verificando-se uma resistência por parte dos gestores em diminuir os dividendos, pois esta atuação pode transmitir uma informação negativa ao mercado. Os gestores demonstram receio em aumentar o nível dos dividendos quando não têm capacidade para os sustentar no futuro. A política de dividendos baseia-se na manutenção destes ao longo dos anos, aumentando-os se existirem perspetivas de que o respetivo crescimento possa ser sustentado. O autor encontrou um rácio *payout* médio de 50%, não sendo este muito diferente de rácios mais atuais (Grullon, MICHAELY e SWAMINATAN, 2002 registaram um rácio de 48,6%).

Vários foram os autores que corroboraram as conclusões de Lintner (1956), como DeAngelo, DeAngelo e SKINNER (1992, 1996), Dewenter e Warther (1998) e Benzinho (2004).

Se na realidade existe um vasto número de estudos que são consistentes com a hipótese da sinalização (Aharony e Swary, 1980; Asquith e Mullins, 1983; Nissim e Ziv, 2001; Nitta, 2006; Lonkani e Ratchusanti, 2007; Yilmaz e Selcuk, 2010), encontrando evidência de que um aumento (diminuição) de dividendos conduz a uma reação positiva (negativa) no preço das ações em torno da data do anúncio dos dividendos, outros estudos há que colocam em causa esta hipótese (Lang e Litzenberger, 1989; Benartzi, MICHAELY e THALER, 1997; Denis e Osobov, 2008; Hussainey e Aal-Eisa, 2009; Ali, 2010; Vieira, 2012).

Neste contexto, e de acordo com a teoria da sinalização, formulamos a primeira hipótese, na sua forma alternativa:

*H<sub>1</sub>: Existe uma relação direta entre a variação dos dividendos e a reação no preço das ações no período de anúncio.*

Adicionalmente, esperamos que a reação seja tanto mais forte quanto maior for a variação do dividendo, o que nos conduz à segunda hipótese:

*H<sub>2</sub>: Existe uma relação direta entre a magnitude da variação dos dividendos e a respetiva reação de mercado.*

No que diz respeito à relação entre o anúncio dos dividendos e os resultados futuros das empresas, enquanto alguns autores encontraram evidência de uma relação positiva entre as duas variáveis (Healy e Palepu, 1988; Nissim e Ziv, 2001; Dhillon, RAMAN e RAMÍREZ, 2003), outros não encontraram

suporte para a hipótese de que os dividendos influenciam os resultados futuros (Watts, 1973; DeAngelo, DeAngelo e SKINNER, 1992, 1996; Grullon, MICHAELY e SWAMINATAN, 2002). Neste contexto, formulamos a terceira hipótese:

*H<sub>3</sub>: Existe uma relação direta entre a variação dos dividendos e os resultados futuros das empresas.*

A evidência sobre o conteúdo informativo dos dividendos não é pacífica, o que explica a necessidade de estudos adicionais sobre esta temática.

Vários autores documentaram uma relação entre algumas variáveis específicas das empresas e o seu nível de dividendos, como sejam a dimensão das empresas, a rentabilidade, os resultados, o endividamento e os fluxos de caixa (Asquith e Mullins, 1983; Healy, HATHORN e KIRCH, 1997; Malkawi, 2008; Ribeiro, 2010; Vieira, 2011b).

Tendo por base as variáveis analisadas noutros estudos, formulamos a quarta e última hipótese:

*H<sub>4</sub>: O pagamento de dividendos é influenciado pela rentabilidade do capital próprio, pelo endividamento, pelos impostos, pela liquidez e pelos resultados das empresas.*

No contexto português, Ribeiro (2010) sugere que os fluxos de caixa e o preço de mercado das ações influenciam positivamente os dividendos distribuídos, enquanto o resultado líquido tem um efeito negativo.

### 3. METODOLOGIA E AMOSTRA

#### 3.1. METODOLOGIA

Baseados no estudo de Omet (2004), começamos por testar a estabilidade da política de dividendos, recorrendo ao seguinte modelo:

$$D_{i,t} = \alpha + \beta_1 RPA_{i,t} + \beta_2 D_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Onde:

$D_{i,t}$	=	dividendo por ação da empresa <i>i</i> , anunciado no ano <i>t</i> ;
$RPA_{i,t}$	=	resultado por ação da empresa <i>i</i> , no ano <i>t</i> ;
$D_{i,t-1}$	=	dividendo por ação da empresa <i>i</i> , anunciado no ano <i>t</i> -1;
$\varepsilon_{i,t}$	=	termo de erro.

Assumimos que os dividendos seguem um passeio aleatório (*random walk*), pelo que as variações dos dividendos são usadas como *proxy* para as variações não esperadas. As variações dos dividendos correspondem à diferença entre o dividendo anunciado num determinado período (ano *t*) e no período anterior (ano *t*-1), dividida pela cotação da ação no dia do anúncio:

$$\Delta D_{i,t} = \frac{DPA_{i,t} - DPA_{i,t-1}}{P_{i,0}} \quad (2)$$

Embora o Reino Unido distribua geralmente dividendos trimestrais, vamos analisá-los em termos anuais, dado que os outros dois mercados pagam dividendos anuais. Adicionalmente, estas empresas anunciam os resultados e os dividendos simultaneamente, pelo que se torna difícil separar os dois efeitos. Assim, adotamos o procedimento seguido por Vieira (2012), a fim de obviar este problema, dividindo a amostra em quatro categorias: aumento de dividendos e aumento de resultados (ADAR), diminuição de dividendos e aumento de resultados (DDAR), aumento de dividendos e diminuição de resultados (ADDR) e diminuição de dividendos e diminuição de resultados (DDDR), isolando assim o impacto do anúncio dos dividendos e dos resultados.

Para medir a rentabilidade das ações no período do anúncio, calculamos a rentabilidade anormal de acordo com o método *buy-and-hold abnormal returns* (BHAR)<sup>1</sup>. A rentabilidade anormal para a ação *i* de *a* até *b* [ $BHAR_{i(a até b)}$ ] é determinada do seguinte modo:

$$BHAR_{i(a até b)} = \prod_{t=a}^b (1 + R_{i,t}) - \prod_{t=a}^b (1 + R_{m,t}) \quad (3)$$

O período de tempo *a* até *b* constitui 4 dias (*t*= -2 até +1), sendo 0 o dia do anúncio.

<sup>1</sup> Consideramos o BHAR e não o modelo clássico do estudo de eventos por diversas razões, nomeadamente o facto de, em alguns dos casos, não termos um número de observações suficiente para determinar o beta com robustez. Adicionalmente, BARBER e LYON (1997, p.347) estudaram os enviesamentos das duas medidas e concluíram que “*we favor the use of buy-and-hold abnormal returns to cumulative abnormal returns on conceptual grounds*”.

Para analisar a reação do mercado ao anúncio da variação dos dividendos, recorreremos à seguinte regressão:

$$\text{BHAR} = \alpha + \beta_1 \times \text{ADAR} + \beta_2 \times \text{ADDR} + \beta_3 \times \text{DDAR} + \beta_4 \times \text{DDDR} + \beta_5 \times \text{IMP} \quad (4)$$

Consideramos a variável de controlo impostos (IMP = resultado antes de impostos/resultado líquido), dado que este fator é tido como um dos determinantes da política de dividendos (Elton e Gruber, 1970; Kalay, 1982).

Para medir até que ponto variações significativas dos dividendos influenciam a reação do mercado, consideramos apenas as variações de dividendos superiores a 10% (em termos absolutos), tendo por base o seguinte quociente:

$$\Delta D_{i,t} = \frac{D_{i,t} - D_{i,t-1}}{D_{i,t-1}} \quad (5)$$

Este teste permite testar até que ponto alterações substanciais na variação dos dividendos influenciam a reação do mercado no período de anúncio dos dividendos, considerando o seguinte modelo de regressão:

$$\text{BHAR} = \alpha + \beta_1 \times \text{AD} + \beta_2 \times \text{DD} + \beta_3 \times \text{IMP} \quad (6)$$

A fim de verificar se as variações dos dividendos transmitem informações acerca do desempenho futuro das empresas, expressamos a variação dos resultados como o quociente da diferença entre os resultados do ano t e do ano t-1 e o valor contabilístico (BV)<sup>2</sup> das ações no ano t:

$$\Delta R_{i,t} = \frac{(R_{i,t} - R_{i,t-1})}{BV_{i,t}} \quad (7)$$

Para analisar o respetivo efeito, consideramos a seguinte regressão:

$$\Delta R_{i,t} = \alpha + \beta_1 \times \text{ADAR} + \beta_2 \times \text{ADDR} + \beta_3 \times \text{DDAR} + \beta_4 \times \text{DDDR} + \beta_5 \times \text{IMP} + \beta_6 \times \text{RCP} \quad (8)$$

Finalmente, pretendemos identificar variáveis específicas das empresas que sejam determinantes para a política de dividendos. Tendo por base os trabalhos associados a esta temática (e.g., Eije e Megginson, 2008; Ribeiro, 2010), consideramos como variáveis explicativas a RCP, o RE, os IMP, a liquidez (LIQ) e o resultado líquido (RL). Como variável dependente, considerámos o *payout ratio*, e recorreremos à seguinte regressão:

$$\text{PayoutRatio} = \alpha + \beta_1 \times \text{RCP} + \beta_2 \times \text{RE} + \beta_3 \times \text{IMP} + \beta_4 \times \text{LIQ} + \beta_5 \times \text{RL} \quad (9)$$

Dado que estamos perante dados em painel, recorreremos ao método *pooled* dos mínimos quadrados (PMQ), ao modelo dos efeitos fixos (MEF) e ao modelo dos efeitos aleatórios (MEA) e aplicamos a estatística F e o teste de Hausman (1978) para selecionar o modelo mais adequado.

### 3.2 AMOSTRA

Neste estudo analisamos três países europeus: Portugal, França e Reino Unido, já que estes diferem em algumas características, como sejam a dimensão, a liquidez, a estrutura de propriedade de capital e o grau de proteção dos acionistas. O Reino Unido é o mercado de maior dimensão e liquidez, onde existe uma menor concentração da propriedade de capital, onde o sistema de governação está mais desenvolvido, onde o sistema de financiamento se baseia no mercado de capitais e onde a assimetria de informação e os custos de agência são mais elevados. Consequentemente, espera-se que a evidência de sinalização seja mais significativa no Reino Unido do que em Portugal e França, o que estará em consonância com os resultados de Goergen, RENNEBOOG e SILVA (2005) e Vieira (2012).

A amostra é constituída pelos anúncios de variação de dividendos das empresas não financeiras com títulos cotados na *Euronext Lisboa*, *Euronext Paris* e *London Stock Exchange*, para o período compreendido entre 2004 e 2010. Os eventos são classificados em aumento de dividendos (AD), diminuição de dividendos (DD) e dividendos constantes (DC).

<sup>2</sup> Considerámos o valor contabilístico a fim de podermos comparar os nossos resultados com os de NISSIM e ZIV (2001) e BENARTZI et al. (2005), entre outros. Para uma explicação pormenorizada das vantagens da utilização do valor contabilístico, ver NISSIM e ZIV (2001, p. 2117).

Recorremos à base de dados *Datastream* para a obtenção dos dados de natureza económico-financeira e à *Bloomberg* para recolher a data de anúncio dos dividendos. Foram excluídos os eventos com anúncios que pudessem enviesar o efeito dos dividendos no respetivo período, como sejam os casos de *stock splits*, dividendos especiais, e dividendos em ações.

A Tabela 1 apresenta os eventos globais da amostra, bem como o número de eventos divididos pelos diferentes anos para Portugal, França e Reino Unido.

Tabela 1 - Amostras

<b>Painel A - Portugal</b>								
<b>Anos</b>	<b>AD</b>		<b>DD</b>		<b>DC</b>		<b>Total</b>	
	<b>N.º</b>	<b>%</b>	<b>N.º</b>	<b>%</b>	<b>N.º</b>	<b>%</b>	<b>N.º</b>	<b>%</b>
2004	8	11,9%	4	15,4%	5	10,0%	17	11,9%
2005	4	6,0%	5	19,2%	10	20,0%	19	13,3%
2006	14	20,9%	1	3,8%	5	10,0%	20	14,0%
2007	10	14,9%	4	15,4%	6	12,0%	20	14,0%
2008	15	22,4%	0	0,0%	7	14,0%	22	15,4%
2009	10	14,9%	3	11,5%	10	20,0%	23	16,1%
2010	6	9,0%	9	34,6%	7	14,0%	22	15,4%
<b>Total</b>	<b>67</b>	<b>100,0%</b>	<b>26</b>	<b>100,0%</b>	<b>50</b>	<b>100,0%</b>	<b>143</b>	<b>100,0%</b>

  

<b>Painel B - França</b>								
<b>Anos</b>	<b>AD</b>		<b>DD</b>		<b>DC</b>		<b>Total</b>	
	<b>N.º</b>	<b>%</b>	<b>N.º</b>	<b>%</b>	<b>N.º</b>	<b>%</b>	<b>N.º</b>	<b>%</b>
2004	120	11,1%	36	10,2%	82	15,0%	238	12,0%
2005	160	14,8%	50	14,2%	45	8,2%	255	12,9%
2006	164	15,2%	38	10,8%	69	12,6%	271	13,7%
2007	187	17,3%	32	9,1%	68	12,4%	287	14,5%
2008	190	17,6%	34	9,7%	78	14,2%	302	15,2%
2009	154	14,2%	75	21,3%	96	17,5%	325	16,4%
2010	106	9,8%	87	24,7%	110	20,1%	303	15,3%
<b>Total</b>	<b>1.081</b>	<b>100,0%</b>	<b>352</b>	<b>100,0%</b>	<b>548</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.981</b>	<b>100,0%</b>

  

<b>Painel C - Reino Unido</b>								
<b>Anos</b>	<b>AD</b>		<b>DD</b>		<b>DC</b>		<b>Total</b>	
	<b>N.º</b>	<b>%</b>	<b>N.º</b>	<b>%</b>	<b>N.º</b>	<b>%</b>	<b>N.º</b>	<b>%</b>
2004	271	12,4%	26	7,0%	54	14,4%	351	12,0%
2005	297	13,6%	28	7,6%	50	13,4%	375	12,8%
2006	334	15,3%	26	7,0%	42	11,2%	402	13,7%
2007	354	16,2%	29	7,8%	45	12,0%	428	14,6%
2008	405	18,6%	27	7,3%	38	10,2%	470	16,1%
2009	299	13,7%	130	35,1%	52	13,9%	481	16,4%
2010	223	10,2%	104	28,1%	93	24,9%	420	14,3%
<b>Total</b>	<b>2.183</b>	<b>100,0%</b>	<b>370</b>	<b>100,0%</b>	<b>374</b>	<b>100,0%</b>	<b>2.927</b>	<b>100,0%</b>

A amostra de Portugal (Painel A) inclui um total de 143 eventos correspondentes a 25 empresas, 67 dos quais relativos a AD, 26 a DD e 50 DC. Os aumentos de dividendos vão decrescendo a partir do ano de 2008, provavelmente devido ao agravamento da situação económico-financeira e, conseqüentemente, da capacidade das empresas conseguirem sustentar um nível elevado de dividendos. Um facto interessante é

que em todos os anos, à exceção de 2010, as DD são o evento com menor frequência. No entanto, em 2010 este evento ultrapassou todos os outros.

A França (Painel B) apresenta um total de 1.981 eventos, associados a 375 empresas, 1.081 dos quais relativos a AD, 352 a DD e 548 a DC. Verificou-se uma diminuição de AD a partir de 2008. Em relação à DD e DC, estes aumentam, o que pode sugerir que, tal como em Portugal, existe dificuldade em manter níveis elevados de dividendos.

Finalmente, a amostra do Reino Unido (Painel C), é composta por um total de 2.927 eventos referentes a 533 empresas, 2.183 dos quais relativos a AD, 370 a DD e 374 a DC.

De um modo geral, o ano de 2009 é o que regista o maior retrocesso nos aumentos de dividendos, o que pode estar relacionado com o agravamento da situação económico-financeira global, indiciando que as empresas sentiram dificuldade em sustentar a sua política de dividendos. Contudo, esta evidência pode igualmente estar relacionada com a menor propensão por parte das empresas em distribuírem dividendos (Fama e French, 2001; Grullon e Michaely, 2002; Eije e Megginson, 2008). A predominância dos AD sobre as DD e os DC é consistente com a ideia de que as empresas apresentam relutância em diminuir os dividendos (Lintner, 1956).

A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas de algumas das variáveis utilizadas nos testes estatísticos, como sejam o Dividendo por Ação (DPA), o *Payout Ratio*, o *Dividend yield*, o Rácio de endividamento (RE) e a Rendibilidade do Capital Próprio (RCP).

A amostra portuguesa apresenta, para o total dos eventos, um DPA médio de 0,22€. O *payout ratio* médio é de 40,12%, sendo que as empresas portuguesas distribuem menos de metade dos seus resultados aos acionistas. O *dividend yield* médio é de 3,25%, com uma mediana de 2,56%, o que significa que os dividendos efetivamente pagos pela empresa aos acionistas não têm uma proporção relevante do preço da ação. O RE médio é de 0,67, sugerindo elevados níveis de dívida. No que diz respeito à RCP, o seu valor médio é de 20,54%.

A amostra francesa apresenta, para o total dos eventos, um DPA médio de 2,57€. O *payout ratio* médio é de 33,70%, com uma mediana de 30,44%. O *dividend yield* médio é de 3,54%. O RE médio é de 0,59 e a RCP apresenta uma média de 4,79%. Em geral, a amostra francesa apresenta características semelhantes à amostra portuguesa, salientando-se a diferença da RCP.

A amostra do Reino Unido apresenta, para o total dos eventos, um DPA médio de 9,73£. O *payout ratio* médio é de 37,81%, e o *dividend yield* médio é de 3,54%, com uma mediana de 2,67%. O RE apresenta uma média de 0,56 e a RCP média ronda os 24,36%. Em geral, as empresas do Reino Unido distribuem dividendos mais elevados, são mais rentáveis, e encontram-se menos endividadas.

**Tabela 2 – Estatísticas descritivas**

Painel A - Portugal												
	Todos os eventos (N=143)			DC (N=50)			AD (N=67)			DD (N=26)		
	Média	Mediana	Desvio Padrão	Média	Mediana	Desvio Padrão	Média	Mediana	Desvio Padrão	Média	Mediana	Desvio Padrão
DPA (€)	0,22	0,10	0,59	0,20	0,06	2,64	0,19	0,14	1,30	0,36	0,06	2,84
<i>Payout Ratio</i> (%)	40,12	39,91	29,90	34,60	30,00	0,86	48,79	47,83	0,51	51,70	56,50	0,55
<i>Dividend Yield</i>	3,25	2,56	3,26	3,26	2,60	0,67	3,77	2,88	0,79	3,59	2,20	1,15
RE	0,67	0,68	0,17	0,67	0,71	0,18	0,69	0,69	0,19	0,670	0,715	0,32
RCP (%)	20,54	13,15	0,55	35,19	13,69	2,79	14,45	13,53	0,64	12,81	11,61	0,87

Painel B - França												
	Todos os eventos		DC (N=548)				AD (N=1.081)			DD (N=352)		
	(N=1.981)											
DPA (€)	2,57	0,55	12,70	3,86	0,63	4,67	2,55	0,90	4,24	3,91	0,50	4,23
Payout Ratio (%)	33,70	30,44	26,25	35,31	32,89	0,74	38,50	34,29	0,62	38,84	36,92	0,71
Dividend Yield	3,54	2,33	15,34	3,39	2,81	0,84	3,12	2,43	2,07	3,21	2,39	1,24
RE	0,59	0,59	0,47	0,57	0,57	0,42	0,58	0,59	0,37	0,58	0,59	0,53
RCP (%)	4,79	1,12	18,45	4,81	9,00	10,47	12,35	12,67	1,36	2,95	7,00	10,61
Painel C - Reino Unido												
	Todos os eventos		DC (N=374)				AD (N=2.183)			DD (N=370)		
	(N=2.927)											
DPA (£)	9,73	5,23	14,96	9,84	6,00	1,49	12,66	7,50	1,34	6,44	3,00	1,44
Payout Ratio (%)	37,81	36,80	25,15	49,40	49,38	26,19	41,44	39,81	0,51	33,08	30,77	0,89
Dividend Yield	3,54	2,67	13,73	4,35	4,06	0,74	3,54	2,79	3,53	5,04	3,12	1,55
RE	0,56	0,55	0,37	0,50	0,51	0,21	0,56	0,55	0,43	0,54	0,54	0,41
RCP (%)	24,36	11,77	4,60	13,83	7,71	7,86	15,39	14,19	8,62	2,31	5,00	21,53

#### 4. RESULTADOS EMPÍRICOS

Começamos por analisar a estabilidade da política dos dividendos, recorrendo à regressão (1), cujos resultados estão apresentados na Tabela 3. Em todas as regressões efetuadas ao longo do estudo, o MEF é o modelo mais adequado, pelo que vamos analisar apenas os seus resultados.

Para os três mercados, o valor da constante é positivo e estatisticamente significativo, sugerindo que as empresas são relutantes em diminuir os seus dividendos, o que vai ao encontro das conclusões de Archbold e Vieira (2010), entre outros autores.

No caso do mercado português (Painel A) e do Reino Unido (Painel C), ambas as variáveis independentes têm poder explicativo em relação à variável dependente, ou seja, os dividendos do período anterior e os resultados do período estão significativa e positivamente relacionados com os dividendos atuais, o que é consistente com o modelo de Lintner (1956).

Tabela 3 – Modelo de Lintner

	Painel A: Portugal		Painel B: França		Painel C: Reino Unido	
	MEF		MEF		MEF	
Coeficiente						
Constante	0,0862	***	1,65	***	3,477	***
$RPA_{i,t}$	0,0363	**	0,0045		0,0569	***
$Div_{i,t-1}$	0,626	***	0,421	***	0,709	***
N						
Teste F	0,886		1,016		0,929	
Hausman	0,244		0,664		1,215	
R <sup>2</sup>	0,173		0,209		0,408	

\*\*\* estatisticamente significativo a 1%; \*\* estatisticamente significativo a 5%

No caso da amostra francesa (Painel B), a única variável com poder explicativo quanto aos dividendos do período, é o dividendo do período anterior. O valor deste coeficiente (0,421) sugere que a política de dividendos é menos previsível no mercado francês do que em Portugal ou no Reino Unido. No que diz respeito à amostra francesa, os resultados sugerem que a política de dividendos não é um meio importante de sinalização (Goergen, RENNEBOOG e SILVA, 2005).

Para analisar a relação entre o anúncio da variação dos dividendos e a subsequente alteração dos preços das ações, recorreremos ao modelo de regressão (4), cujos resultados estão apresentados na Tabela 4.

**Tabela 4 – Regressão da reação do mercado às variações dos dividendos**

Painel A: Portugal		Painel B: França		Painel C: Reino Unido	
Coefficiente	MEF	MEF		MEF	
Constante	0,0219	0,006	***	0,0119	***
ADAR	-0,0406	0,0022		0,0016	
ADDR	-0,017	0,0019		-0,0042	
DDAR	-0,0084	0,0111		0,0201	**
DDDR	-0,023	0,0107		0,0088	
IMP	-0,0026	-0,0002		0,0001	
N	94	2.062		3.082	
Teste F	0,274	1,082		1,108	
Hausman	2,131	9,846		1,695	
R <sup>2</sup>	0,082	0,003		0,003	

\*\*\* estatisticamente significativo a 1%; \*\* estatisticamente significativo a 5%

No caso da amostra portuguesa (Painel A), apenas o coeficiente referente a ADAR é estatisticamente significativo, contudo, ao contrário do esperado, é negativo, o que sugere que o mercado não valoriza ou não compreende este tipo de notícias. Dado que de um modo geral as variáveis não são estatisticamente significativas, não encontramos suporte para a hipótese 1.

O painel B apresenta os resultados referentes à amostra francesa. O termo constante é positivo e estatisticamente significativo, mostrando a existência de um impacto significativo do anúncio de dividendos constantes na respetiva reação do mercado, o que não está de acordo com o previsto pela hipótese da sinalização dos dividendos. Como sugere Vieira (2012), este facto pode estar associado ao desaparecimento de dúvidas acerca dos dividendos, por parte dos investidores. Relativamente às restantes variáveis, nenhuma delas apresenta valores estatisticamente significativos, pelo que não encontramos evidência capaz de suportar a hipótese do conteúdo informativo dos dividendos.

Relativamente ao Reino Unido (Painel C), o coeficiente associado ao evento DDAR apresenta um valor positivo e estatisticamente significativo, evidenciando que, apesar dos dividendos terem diminuído, o impacto do anúncio do aumento de resultados é mais forte, provocando uma reação positiva na cotação das ações. Esta evidência sugere que o sinal dominante da informação enviada ao mercado advém dos resultados, e não dos dividendos, o que é consistente com as conclusões de DeAngelo, DeAngelo e SKINNER (1992), Abeyratna e Power (2002) e Vieira (2012), entre outros. Nenhum dos outros coeficientes é significativo, pelo que não encontramos evidência de uma relação significativa entre a variação dos dividendos e a subsequente reação do mercado.

Em termos globais e considerando as três amostras, não encontramos evidência capaz de suportar a hipótese de que existe uma relação direta entre o anúncio da variação dos dividendos e a reação no preço das ações no período de anúncio ( $H_1$ ), o que está em concordância com os resultados de Benartzi, MICHAELY e THALER (1997), Goergen, RENNEBOOG e SILVA (2005), Denis e Osobov (2008), Hussainey e Aal-Eisa (2009) e Ali (2010).

O facto de não termos encontrado evidência de uma reação significativa do mercado ao anúncio da variação de dividendos, pode dever-se ao facto de estarmos a considerar a diferença entre o dividendo de um determinado ano e o do ano anterior. Contudo, esta alteração pode não espelhar as variações não esperadas, ou seja, aquelas que trazem informação adicional ao mercado. Para medir as variações que

constituem de facto surpresa para o mercado, deveríamos contrapor o dividendo de um determinado período com as estimativas de dividendos que entretanto tinham sido enviadas para o mercado. Contudo, não temos ao nosso dispor este tipo de informação, pelo que optámos por fazer uma análise alternativa, considerando como variações de dividendos apenas as alterações de magnitude superior a 10% no caso de AD e inferiores a -10%, no caso de DD. Os resultados referentes à regressão (6), que considera este critério, encontram-se apresentados na Tabela 5.

**Tabela 5 – Regressão da reação do mercado a variações dos dividendos superiores a 10%**

<b>Painel A: Portugal</b>		<b>Painel B: França</b>		<b>Painel C: Reino Unido</b>	
Coefficiente	MEF	MEF		MEF	
Constante	0,0092	0,00726	***	0,0121	***
AD	-0,0118	-0,0005		0,0002	
DD	-0,003	0,00569		0,0099	
IMP	-0,0019	-0,0002		0,0001	
N	94	2.063		3.082	
Teste F	0,441	1,107		0,885	
Hausman	1,741	2,619		0,227	
R <sup>2</sup>	0,022	0,002		0,001	

\*\*\* estatisticamente significativo a 1%

De um modo geral, e considerando os três países, podemos concluir que não encontramos evidência de suporte para a segunda hipótese (H<sub>2</sub>), ou seja, não existe uma relação direta e significativa entre a magnitude da variação dos dividendos e a respetiva reação de mercado.

Com o intuito de verificar até que ponto o anúncio de alteração dos dividendos contém informação sobre o desempenho futuro da empresa, analisámos a relação entre o anúncio da variação dos dividendos e as alterações dos resultados futuros, encontrando-se os resultados sumariados na Tabela 6.

**Tabela 6 – Regressão das alterações dos resultados aos anúncios de dividendos**

<b>Painel A: Portugal</b>		<b>Painel B: França</b>		<b>Painel C: Reino Unido</b>	
Coefficiente	MEF	MEF		MEF	
Constante	0,0007	0,0829		1,058	
ADAR	0,0874	***	-0,0285	1,959	
ADDR	-0,118	***	-0,0896	3,627	
DDAR	0,3039		-0,102	-5,061	
DDDR	-0,13	**	-0,0326	-0,607	
IMP	-0,0011		0,0002	0,0035	
RCP	0,0488	**	-0,0155	***	2,764
N	125		1.511	3.001	
Teste F	0,724		0,76	1,093	
Hausman	0,411		0,542	0,553	
R <sup>2</sup>	0,272		0,06	0,007	

\*\*\* estatisticamente significativo a 1%; \*\* estatisticamente significativo a 5%

O Painel A apresenta os resultados referentes à amostra portuguesa. Os coeficientes ADAR e RCP são positivos e estatisticamente significativos, mostrando que os resultados futuros das empresas estão positivamente relacionados com a RCP, bem como com o anúncio de aumentos de dividendos, acompanhados de aumentos dos resultados, o que é consistente com a hipótese da sinalização. Os

coeficientes ADDR e DDDR apresentam valores negativos e estatisticamente significativos, evidenciando que uma diminuição na variação dos resultados influencia negativamente o desempenho futuro da empresa. Estes resultados indicam a existência de um maior conteúdo informativo no anúncio dos resultados do que dos dividendos, o que vai ao encontro de conclusões obtidas anteriormente, bem como de estudos prévios (DeAngelo, DeAngelo e SKINNER, 1992; Abeyratna e Power, 2002).

Na amostra portuguesa encontramos alguma evidência capaz de suportar a hipótese ( $H_3$ ) de que existe uma relação direta entre a variação dos dividendos e os resultados futuros da empresa, tal como prevê a teoria da sinalização, e em consonância com as conclusões de vários autores, nomeadamente, Nissim e Ziv (2001), Arnott e Asness (2003) e Dhillon, RAMAN e RAMÍREZ (2003).

Para o mercado Francês (Painel B) e para o Reino Unido (Painel C), ao contrário do que aconteceu na amostra referente a Portugal, não encontramos evidência capaz de suportar  $H_3$ . Estes resultados são consistentes, nomeadamente, com os de Benartzi, MICHAELY e THALER (1997) e Grullon, MICHAELY e SWAMINATHAN (2002).

Por fim, tentamos identificar algumas das variáveis específicas das empresas que julgamos serem determinantes na definição da política de dividendos das empresas. Os resultados da aplicação da regressão (9) estão apresentados na Tabela 7, respetivamente para Portugal (Painel A), França (Painel B) e Reino Unido (Painel C).

**Tabela 7 – Regressão dos fatores determinantes da política de dividendos**

Painel A: Portugal		Painel B: França		Painel C: Reino Unido	
Coefficiente	MEF	MEF		MEF	
Constante	42,25 **	57,09 ***		43,22 ***	
RCP	-7,269 **	0,737		0,116	
RE	-0,65	-41,15 ***		-8,157 ***	
IMP	-0,472	0,0141		-0,002	
LIQ	0	0		0	
RL	0	0 ***		0	
N	179	1.937		3.599	
Teste F	0,902	0,952		1,151	
Hausman	8,537	12,181		9,393	
R <sup>2</sup>	0,057	0,045		0,004	

\*\*\* estatisticamente significativo a 1%; \*\* estatisticamente significativo a 5%

Analisando os resultados da regressão para Portugal, verificamos que a única variável capaz de explicar o rácio *payout* é a RCP, sugerindo que empresas mais rentáveis apresentam menores rácios de distribuição dos dividendos, o que, de algum modo, sugere alguma evidência para a teoria da *Pecking Order* (Myers, 1984). De acordo com esta abordagem, as empresas mais rentáveis pedem menos dinheiro emprestado, pois têm maior capacidade de autofinanciamento, sendo esta a fonte de financiamento preferida das empresas.

No que respeita à amostra francesa, as variáveis com poder explicativo são o RE e o RL, apresentando o primeiro um valor negativo, e o segundo, um valor positivo. Deste modo, os resultados sugerem que o *payout* será tanto maior quanto menor for o endividamento das empresas e quanto mais elevado for o resultado líquido.

No caso do reino Unido, apenas a variável RE é estatisticamente significativa, evidenciando um efeito negativo na percentagem de dividendos distribuídos aos acionistas, tal como verificado no mercado francês.

Em geral, o resultado líquido, a rendibilidade do capital próprio e o nível de endividamento influenciam o rácio de distribuição dos dividendos. Contudo, a sua influência não se verifica em todos os mercados. Deste modo, podemos concluir que encontramos apenas fraca evidência para  $H_4$ , de que existem variáveis específicas das empresas que influenciam o pagamento de dividendos.

## 5. CONCLUSÕES

Este estudo pretende analisar o impacto do anúncio da variação de dividendos no preço das respetivas ações, bem como nos resultados futuros das empresas. Adicionalmente, visa analisar até que ponto determinadas variáveis específicas das empresas são determinantes para o pagamento de dividendos. Para tal, analisamos três mercados europeus (Portugal, França e Reino Unido), cobrindo o período compreendido entre 2004 e 2010.

Ao testar a estabilidade da política de dividendos dos diferentes países europeus da amostra, encontramos evidência capaz de suportar o modelo de Lintner (1956) para as amostras de Portugal e do Reino Unido, sugerindo que as empresas destes países apresentam uma política de dividendos estável. No que se refere à amostra francesa, os resultados sugerem que a política de dividendos não é um meio importante de sinalização.

Não encontramos evidência de que o anúncio de alteração dos dividendos afeta o preço das ações. Consequentemente, não suportamos a primeira hipótese formulada no âmbito do conteúdo informativo dos dividendos.

Considerando as variações de dividendos acima dos 10% (em termos absolutos), não encontramos suporte para a segunda hipótese, ou seja, os resultados indicam que não existe uma relação direta e significativa entre a magnitude da variação dos dividendos e a respetiva reação de mercado. Ao analisar a relação entre o anúncio da variação dos dividendos e o desempenho futuro das empresas, medido através da variação dos resultados, encontramos evidência deste efeito apenas para a amostra de Portugal.

Finalmente, verificámos que existem algumas variáveis capazes de influenciar o rácio de distribuição dos dividendos, como sejam o resultado líquido, a rentabilidade do capital próprio e o endividamento. Contudo, não podemos generalizar as nossas conclusões, pois as variáveis são distintas, consoante a amostra analisada, e o número de variáveis significativas é diminuto em cada uma delas. Para duas das amostras (França e Reino Unido) podemos concluir que as empresas que apresentam um rácio *payout* mais elevado são aquelas que têm menores níveis de endividamento.

Considerando a evidência de que os resultados dos inúmeros estudos empíricos levados a cabo nas últimas décadas acerca da temática da política de dividendos não são consensuais, julgamos que a investigação nesta área permanece longe de estar esgotada.

## BIBLIOGRAFIA

- Abeyratna, G.; Power, D. The post-announcement performance of dividend-changing companies: The dividend-signalling hypothesis revisited. *Accounting and Finance*, v. 42, p. 131-151, 2002.
- Aharony, J.; Swary, I. Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: An empirical analysis. *Journal of Finance*, v. 35, n.º 1, p. 1-12, 1980.
- Ali, M. Effect of dividend on stock price in emerging stock market: A study on the listed private commercial banks in DSE. *International Journal of Economics and Finance*, v. 2, n.º 4, p. 52-64, 2010.
- Archbold, S.; Vieira, E. Corporate dividend policies in bank-based and market-based systems: Survey evidence from UK and Portugal. *Portuguese Journal of Management Studies*, v. XV, n.º 1, p. 35-63, 2010.
- Arnott, R.; Asness, C. Surprise! Higher dividends = higher earnings growth. *Financial Analysts Journal*, v. 59, n.º 1, p.70-87, 2003.
- Asquith, O.; Mullins, D. The impact of initiating dividend payments on shareholder wealth. *Journal of Business*, v. 56, n.º 1, p. 77-96, 1983.
- Barber, B. M.; Lyon, J. D. Detecting Long-run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics?. *Journal of Financial Economics*, v. 43, n.º 3, p. 341-372, 1997.
- Bhattacharya, S. Imperfect information, dividend policy, and “the Bird in the Hand” fallacy. *The Bell Journal of Economics*, v. 10, n.º 1, p. 259-270, 1979.
- Benartzi, S.; Michaely, R.; Thaler, R. Do changes in dividends signal the future or the past? *The Journal of Finance*, v. 52, n.º 3, p. 1007-1034, 1997.
- Benzinho, J. The dividend policy of the Portuguese corporations: Evidence from Euronext Lisbon. 2004. Disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=609461](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=609461). Acesso em 10.01.2010.
- Black, F. The dividend puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, v. 2, n.º 2, p. 5-8, 1976.

- Borges, M. Clientele effects in dividend distributions – the Portuguese case. 2002. Disponível em <http://www.univ-orleans.fr/deg/GDReconofi/Activ/doclyon/borges.pdf>. Acesso em 08.02.2011.
- Brav, A.; Graham, J.; Harvey, C.; Michaely, R. Managerial response to the May 2003 dividend tax cut. *Journal of the Financial Management Association International*, v. 37, n.º 4, p. 611–624, 2008.
- Brennan, M. Taxes, market valuation and financial policy. *National Tax Journal*, v. 23, n.º 4, p. 417-429, 1970.
- DeAngelo, H.; DeAngelo, L.; Skinner, D. Reversal of fortune: Dividend signalling and disappearance of sustained earnings growth. *The Journal of Finance*, v. 40, n.º 3, p. 341-371, 1996.
- DeAngelo, H.; DeAngelo, L.; Skinner, D. Dividends and losses. *The Journal of Finance*, v. 47, n.º 5, p.1837-1863, 1992.
- Denis, D. J.; Osobov, I. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, v. 89, p. 62-82, 2008.
- Dewenter, K.; Warther, V., Dividends, asymmetric information, and agency conflicts: Evidence from a comparison of the dividend policies of Japanese and U.S. firms. *The Journal of Finance*, v. 53, n.º 3, p. 879-904, 1998.
- Dhillon, U.; Raman, K.; Ramírez, G. Analyst’s dividend forecasts and dividend signaling. 2003. Disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=420782](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=420782). Acesso em 22.05.2010.
- Easterbrook, F. Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, v. 74, n.º 4, p. 650-659, 1984.
- Eije, V. H.; Megginson, W. L. Dividends and share repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics*, v. 89, p. 347-374, 2008.
- Elton, E.; Gruber, M. Marginal stockholder tax rates and the clientele effect. *Review of Economics and Statistics*, v. 52, n.º 1, p. 68-74, 1970.
- Fama, E.; French, K. Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay. *Journal of Financial Economics*, v. 60, n.º 1, p. 3-43, 2001.
- Farrar, D.; Selwyn, L. Taxes, corporate financial policy and return to investors. *National Tax Journal*, v. 20, p. 443 – 454, 1967.
- Goergen, M.; Renneboog, L.; Silva, L. When do German firms change their dividends? *Journal of Corporate Finance*, v. 11, n.º 2, p. 375-399, 2005.
- Gordon, M. The investment, financing and Valuation of the Corporation”, Burr Ridge, III: Richard D. Irwin, 1961 in Ross, S. A.; Westerfield, R. W.; Jordan, B. D. Fundamentals of Corporate Finance. McGraw-Hill Companies, Inc., 4th Edition, 1998.
- Gordon, M. Optimal investment and financing policy. *Journal of Finance*, v.18, n.º 2, p. 264-272, 1963.
- Grullon, G.; Michaely, R. Dividends, share repurchases and the substitution hypothesis. *The Journal of Finance*, v. 57, n.º 4, p. 1649-1684, 2002.
- Grullon, G.; Michaely, R.; Swaminathan, B. Are dividends changes a sign of firm maturity? *The Journal of Business*, v. 75, n.º 3, p. 387-424, 2002.
- Hausman, J. Specification tests in econometrics. *Econometrica*, v. 46, n.º 6, p. 1251-1271, 1978.
- Healy, J.; Hathorn, J.; Kirch, D. Earnings and the differential information content of initial dividend announcements. *Accounting Enquiries*, v. 6, n.º 2, p. 187-220, 1997.
- Healy, P. M.; Palepu, K. G. Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions. *Journal of Financial Economics*, v. 21, n.º 2, p. 149-176, 1988.
- Hussainey, K.; Aal-Eisa, J. Disclosure and dividend signalling when sustained earnings growth declines. *Managerial Finance*, v. 24, n.º 5, p. 445 – 454, 2009.
- Jensen, M. Agency costs of free cash flow: Corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, v. 76, n.º 2, p. 323-363, 1986.
- John, K.; Williams, J. Dividends, dilution, and taxes: A signalling equilibrium. *The Journal of Finance*, v. 40, n.º 4, p. 1053-1070, 1985.
- Kalay, A. The ex-dividend day behavior of stock prices: A re-examination of the clientele effect. *The Journal of Finance*, v. 37, n.º 4, p. 1059-1070, 1982.
- Lang, L.; Litzenberger, R. Dividend announcements: cash flow signaling versus free cash flow hypothesis. *Journal of Financial Economics*, v. 24, n.º 1, p. 181-191, 1989.
- Lintner, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. *The American Economic Review*, v. 46, n.º 2, p. 97-113, 1956.

- Lintner, J. Dividends, earnings, leverage, stock prices, and the supply of capital to corporations. *Review of Economics and Statistics*, v. 44, n.º 3, p. 239-269, 1962.
- Lonkani, R.; Ratchusanti, S. Complete dividend signal. 2007. Disponível em [http://www.melbournecentre.com.au/Finsia\\_MCFS/2007/Ravi\\_Lonkani.pdf](http://www.melbournecentre.com.au/Finsia_MCFS/2007/Ravi_Lonkani.pdf). Acesso em 2.06.2010.
- Malkawi, H. Factors influencing corporate dividend decision: Evidence from Jordanian panel data. *International Journal of Business*, v. 13, n.º 2, p. 177-195, 2008.
- Miller, M.; Modigliani, F. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction”, *American Economic Review*, v. 53, n.º 3, p. 433-444, 1963.
- Miller, M.; Modigliani, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, v. 34, n.º 4, p. 411-433, 1961.
- Miller, M.; Rock, K. Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, v. 40, n.º 4, p. 1031-1051, 1985.
- Miller, M.; Scholes, M. Dividends and taxes. *Journal of Financial Economics*, v. 6, n.º 4, p. 333-364, 1978.
- Myers, S. The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, v. 12, n.º 3, p. 575-592, 1984.
- Nitta, K. Does dividend policy enhance shareholder value? *Financial Research Group- NLI Research*, p. 1-7, 2006.
- Nissim, D.; Ziv, A. Dividend changes and future profitability. *The Journal of Finance*, v. 56, n.º 6, p. 2111-2133, 2001.
- Omet, G. Dividend policy behaviour in the Jordanian capital market. *International Journal of Business*, v. 9, n.º 3, p. 287-299, 2004.
- Pettit, R. Taxes, transaction costs and the clientele effect of dividends. *Journal of Financial Economics*, v. 5, n.º 3, p. 419-436, 1977.
- Perez-Gonzalez, F., Large shareholders and dividends: Evidence from U.S. tax reforms. 2003. Disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=337640](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=337640). Acesso em 18.06.2010.
- Ribeiro, A. Determinantes da política de dividendos: Evidência empírica para as empresas não financeiras cotadas na Euronext Lisbon. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, v. 9, n.º 1-2, p. 15-25, 2010.
- Rozeff, M. Growth, beta and agency costs as determinants of payout ratios. *Journal of Financial Research*, v. 5, n.º 3, p. 249-259, 1982.
- Seida, J. Evidence of tax-clientele-related trading following dividend increases. *Journal of Banking and Finance*, v. 5, n.º 3, p. 317-344, 2001.
- Shefrin, H.; Statman, M. How not to make money in the stock market. *Psychology Today*, v. 20, n.º 2, pp. 52-57, 1984.
- Vieira, E. Dividend policy: Signaling or maturity hypothesis? *Journal of Applied Management and Investments*, v. 1, n.º 1, p. 22-29, 2012.
- Vieira, E. Investor sentiment and the market reaction to dividend news: European evidence. *Managerial Finance*, v. 37, n.º 12, p. 1213-1245, 2011a.
- Vieira, E. Firm-Specific factors and the market reaction to dividend change announcements: Evidence from Europe. *Marmara Journal of European Studies*, v. 19, n.º 1, p. 1-25, 2011b.
- Watts, R. The information content of dividends. *The Journal of Business*, v. 46, n.º 2, p. 191-211, 1973.
- Yilmaz, A.; Selcuk, E. Information content of Dividends: Evidence from Istanbul stock exchange. *International Journal of Economics and Finance*, v. 3, n.º 3, p. 126-132, 2010.