

Revista Estudos do I.S.C.A.A., IIª Série, 6/7 (2000/2001)

**A INFLUÊNCIA DO CONTEÚDO INFORMATIVO
NA POLÍTICA DE DIVIDENDOS**

ELISABETE FÁTIMA SIMÕES VIEIRA

elisabete.vieira@isca.ua.pt

EQUIP. A PROF. ADJUNTA DO I.S.C.A.A.

RESUMO

Dada a sua relevância no mundo das finanças empresariais, a política de dividendos foi uma das primeiras áreas de investigação a ser levada a cabo por académicos, tanto numa perspectiva teórica como empírica, com o intuito de obter algumas conclusões acerca da influência dos dividendos no valor das empresas.

Contudo, esta está longe de ser uma matéria pacífica no contexto das finanças empresariais, não existindo ainda uma teoria consensualmente aceite, que torne possível a determinação do nível óptimo de distribuição dos resultados, podendo apenas serem indicados factores que contribuem, favorável ou desfavoravelmente, para a distribuição de dividendos. Um dos argumentos que oferece alguma resposta à decisão dos dividendos a distribuir está associado ao carácter de sinalização destes, já que a informação contida nos dividendos modificará as expectativas dos investidores quanto ao valor das acções das empresas. Neste artigo, procedemos à análise de um dos vários factores que influenciam a determinação da política de dividendos: o conteúdo informativo dos dividendos, bem como das principais conclusões de estudos recentemente levados a cabo, com o intuito de clarificar qual a influência do conteúdo informativo na política de dividendos, bem como no valor das empresas.

1. INTRODUÇÃO

A política de dividendos diz respeito ao conjunto de decisões financeiras relacionadas com a remuneração dos investidores de capital próprio das empresas, podendo esta estar dividida em dois componentes: ganhos de capital e dividendos. A política de dividendos define assim a proporção dos resultados que irão ser distribuídos aos accionistas e aquela que ficará retida na empresa como autofinanciamento, para reinvestimento.

Dada a sua importância no mundo das finanças empresariais, esta foi uma das primeiras áreas de investigação a ser levada a cabo por académicos, tanto através de modelos teóricos, como de aplicações empíricas. Contudo, as investigações empíricas realizadas nos últimos anos não são conclusivas, dado que algumas são claramente contraditórias, não existindo ainda uma teoria que seja consensualmente aceite neste domínio das finanças empresariais.

Existem vários modelos que explicam a relação existente entre a política de dividendos e o valor de mercado das empresas, conduzindo assim a factores que contribuem para uma política de dividendos alta ou baixa. Um dos argumentos que contribui favoravelmente para a distribuição de resultados aos investidores de capital próprio das empresas é o denominado conteúdo informativo dos dividendos, que está associado ao facto da política de dividendos transmitir informação relevante para o mercado, funcionando como um mecanismo de sinalização para o exterior da empresa, sobre a capacidade desta gerar fluxos de caixa futuros.

Neste contexto, propomo-nos analisar o conteúdo informativo dos dividendos, fazendo uma abordagem a vários estudos realizados com o intuito de verificar o efeito deste factor na política de dividendos, averiguando em que sentido caminham as conclusões destes estudos.

O presente trabalho encontra-se estruturado do seguinte modo: na secção 2 apresentamos uma breve revisão bibliográfica sobre os trabalhos já efectuados acerca da política de dividendos, nomeadamente analisando a posição defendida por Miller e

Modigliani (1961), que conduz à irrelevância da política de dividendos. Posteriormente, na secção 3, passamos a analisar os vários trabalhos levados a cabo com o intuito de analisarem o conteúdo informativo dos dividendos. Finalmente, na secção 4, procuramos sintetizar as principais conclusões resultantes deste trabalho.

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Lintner (1956) foi dos primeiros autores a desenvolver um modelo que procura explicar o valor dos dividendos pagos em função dos lucros e dos dividendos anteriores das empresas. Após o seu estudo empírico, o autor chegou às seguintes conclusões: (1) as empresas têm objectivos a longo prazo para o rácio de distribuição de dividendos; (2) os gestores dão mais importância às alterações dos dividendos do que aos níveis absolutos; (3) as alterações dos dividendos seguem a lógica do longo prazo dos lucros sustentáveis e (4) os gestores mostram relutância em proceder a alterações dos dividendos que possam ser reversíveis.

De acordo com Brealey e Myers (1998), cuja opinião é consistente com a de Lintner, o modo como os dividendos são determinados pode resumir-se a quatro factores¹: (1) cada empresa tem um objectivo de longo prazo para o rácio de distribuição de dividendos; (2) os gestores dão maior importância às variações dos dividendos do que aos seus níveis absolutos; (3) as alterações dos dividendos procuram acompanhar as modificações dos lucros que sejam sustentáveis a longo prazo, de modo a que os dividendos não tenham oscilações temporárias e (4) os gestores mostram relutância em proceder a alterações dos dividendos que possam ter de ser revertidos, preocupando-se igualmente com a possibilidade de terem de cancelar um aumento de dividendos.

A teoria da irrelevância dos dividendos refere que a política de dividendos não afecta o valor da empresa ou o seu custo de capital. Os

¹ Esta questão é abordada de uma forma genérica, não atendendo aos vários factores de influência da política de dividendos de uma forma isolada.

proponentes desta teoria são Miller e Modigliani (MM). O trabalho de MM (1961), baseado num contexto de mercado perfeito, prova que os investidores são indiferentes aos dividendos, reflectindo a não existência de uma política de dividendos óptima, porque esta não afecta o valor da empresa. Esta opinião é partilhada por Rao (1987, pp. 490) que afirma "*In the simplified world of perfect markets it can be argued that dividends will have no impact on stock prices.*"

Tendo como base os pressupostos de um mercado de capitais perfeito, e de acordo com os autores referidos, a política de dividendos é irrelevante. Mas existem determinadas variáveis presentes no mercado real, como sejam os impostos, a assimetria de informação e os custos de transacção, entre outros, que podem alterar esta situação, afectando, favorável ou desfavoravelmente, a política de dividendos. De facto, quando se introduz a questão dos impostos, a teoria sugere que seria melhor para os accionistas a não distribuição de dividendos, pela desvantagem fiscal destes face aos ganhos de capital.

Vários autores analisaram a relação existente entre as rendibilidades esperadas antes de imposto e as taxas de dividendo, chegando, contudo, a resultados contraditórios. Enquanto Black e Scholes (1974) e Miller e Scholes (1982) não observaram qualquer relação entre ambos os factores, Brennan (1970) e Litzenberger e Ramaswamy (1979, 1982) obtiveram nos seus estudos uma associação positiva entre estes. Por exemplo, os estudos de Litzenberger e Ramaswamy (1979, 1982) verificaram que quanto mais elevado o *dividend yield*, mais elevada era a taxa de rendibilidade exigida pelos investidores para os compensar da desvantagem fiscal do pagamento de dividendos.

Testes empíricos realizados por Pettit (1977) e Lewellen, Stanley, Lease e Schlarbaum (1978) mostram evidência de que as taxas de dividendo das carteiras dos investidores estão relacionadas com as suas taxas de imposto. Os investidores com taxas marginais de imposto mais elevadas, tendem a seleccionar acções que distribuem dividendos baixos, preferindo ganhos de capital a dividendos porque pagam menos impostos, excepto os accionistas que preferem liquidez

ou os investidores isentos de impostos. Os investidores com taxas baixas ou nulas, tendem a seleccionar acções que distribuem elevados montantes de dividendos. Com o crédito de imposto, as empresas que investem em capitais de outras preferem dividendos, pois a sua taxa de imposto sobre os dividendos fica mais baixa que a dos ganhos de capital.

Buckley, Ross, Westerfield e Jaffe (1998) argumentam que um gestor deve evitar os dividendos somente se o uso alternativo desse recurso for menos oneroso, ao contrário de alguns autores que afirmam que o imposto sobre os particulares significa que as empresas não deveriam distribuir dividendos.

Resumindo, o efeito fiscal é o argumento mais forte a favor do pagamento de dividendos baixos. Contudo, um artigo de Miller e Scholes (1978) mostra que mesmo com taxas de imposto sobre dividendos superiores a taxas sobre os ganhos de capital, muitos investidores individuais não necessitam de pagar mais do que a taxa de ganhos de capital sobre os dividendos. Isto implica que os investidores serão indiferentes entre pagamentos na forma de dividendos ou ganhos de capital. Assim, o valor da empresa pode não estar relacionado com a sua política de dividendos, mesmo num mundo com impostos.

A política de dividendos pode ainda associar-se a fenómenos como o efeito clientela, que, como veremos, está de algum modo associado aos impostos. Como alguns grupos de investidores preferem elevados dividendos, e outros baixos dividendos, o efeito clientela suporta a ideia de que a política de dividendos responde às necessidades dos accionistas. Isto reduz o impacto da política de dividendos no preço de mercado das empresas.

O efeito clientela foi originalmente sugerido por MM (1961) tendo estes defendido que cada empresa tenderá a atrair para si a sua própria "clientela", que consiste nos investidores que preferem o seu rácio particular de pagamento de dividendos. Este efeito é uma possível explicação para a relutância por parte da gestão em alterar os rácios de dividendos porque esta alteração pode causar aos accionistas

a ocorrência de custos de transacção indesejáveis.

Elton e Gruber (1970), através de um trabalho empírico, concluíram que as evidências do seu modelo sugerem que MM estavam certos quando colocaram a hipótese do efeito de clientela. Adicionalmente, também Pettit (1977) e Harris, Roenfeldt e Cooley (1983) encontraram nos seus estudos evidência de que existe efeito de clientela. Contudo, Lewellen, Stanley, Lease e Schlarbaum (1978), que utilizaram no seu estudo a mesma amostra que foi utilizada no estudo de Pettit, chegaram à conclusão que os resultados apenas sugeriam um fraco efeito de clientela, conclusões estas consistentes com as de Koski e Sruggs (1998), que apenas encontraram pouca evidência do efeito de clientela.

Dois factores adicionais que são frequentemente mencionados para favorecimento de uma distribuição elevada de dividendos são a preferência dos investidores por rendimento corrente e a resolução de incertezas. Muitos autores que defendem elevados rácios de distribuição de dividendos, baseiam-se em argumentos como o facto dos dividendos serem dinheiro seguro, enquanto as mais-valias são potenciais.

Os investidores acreditam que os dividendos são menos arriscados do que os ganhos de capital e, numa visão tradicional, preferem dividendos elevados a dividendos baixos. Este facto resume-se à falácia de “um pássaro na mão”, conhecida no mundo das finanças empresariais como “*bird-in-the-hand fallacy*”. Por causa da relação entre risco e rendibilidade, quem prefere dividendos aceita uma rendibilidade mais baixa do que quem prefere ganhos de capital. Os dividendos são correntes, enquanto os ganhos de capital são futuros e potenciais, envolvendo risco.

Graham, Dodd e Cottle (1962) argumentam que as empresas geralmente devem apresentar um *payout* de dividendos elevado, baseando-se no facto do valor actual dos dividendos mais próximos ser superior ao dos dividendos mais afastados e também no facto do preço de venda das acções de uma empresa semelhante a outra mas que distribua mais dividendos ser superior àquela que não os distribui.

Gordon (1961) argumentou que as empresas com uma política de dividendos elevada favorecem os accionistas porque lhes resolvem, ou pelo menos, diminuem a incerteza. Adicionalmente, Lintner (1962) e Gordon (1963) argumentam que os investidores preferem receber dividendos correntes a ganhos futuros de capital, dado que os dividendos são mais valorizados que os ganhos de capital, por serem menos arriscados. Também o teste de Long (1978) permitiu chegar à conclusão de que os accionistas desejam dividendos, concluindo que *"claims to cash dividends have, if anything, commanded a slight premium in the market to claim to equal amounts (before taxes) of capital gains"*.

Resumindo o que foi entretanto analisado, poderemos dizer que o efeito fiscal é o argumento mais forte a favor do pagamento de dividendos baixos, enquanto a preferência por rendimentos correntes é o que mais contribui para a defesa de dividendos elevados. Contudo, os testes empíricos não conseguiram ainda determinar qual destes efeitos predomina sobre o outro.

Outro dos factores que contribui para a distribuição de resultados, que passamos a analisar na secção seguinte, é o conteúdo informativo dos dividendos, baseado na ideia de que os dividendos revelam as expectativas dos gestores das empresas sobre a evolução futura da empresa.

3. CONTEÚDO INFORMATIVO DOS DIVIDENDOS

O pagamento de dividendos e a variação do seu montante representam sinais importantes de que os gestores das empresas enviam informações para o mercado, sendo este fenómeno conhecido por conteúdo informativo dos dividendos. Quando consideramos que a informação não está livremente disponível e é onerosa, a forma mais barata de a obter é através da política de dividendos: uma ferramenta importante que pode ser usada para beneficiar os accionistas. As alterações dos dividendos podem afectar o preço das acções se os investidores acreditarem que essas alterações convergem informação

útil. De facto, o preço da acção eleva-se frequentemente em resposta a um anúncio de aumento de dividendos, e tende a diminuir quando os dividendos decrescem.

As alterações nos dividendos serão sinais importantes para os investidores, reflectindo a mudança de expectativas dos gestores quanto aos resultados futuros. Geralmente, as empresas gerem os seus dividendos de maneira a que as suas alterações sejam consistentes com as perspectivas de resultados futuros, pelo que um aumento de dividendos é o sinal dado pela gestão ao mercado de que se espera um bom desempenho da empresa, sinalizando o desempenho corrente e futuro da empresa aos investidores, o que implica um aumento no preço das acções. Segundo Ross, Westerfield e Jordan (1998), este aumento deve-se não ao acréscimo propriamente dito dos dividendos, mas sim às expectativas de maiores dividendos futuros.

Os dividendos estáveis e previsíveis implicam mais certeza do que os dividendos variáveis, nomeadamente pelo efeito do conteúdo informativo dos dividendos e porque muitos investidores recorrem aos dividendos para consumo corrente. De facto, Lintner (1956) encontrou evidência da preferência por parte das empresas em manterem os seus dividendos estáveis. Igualmente, os investidores preferem dividendos estáveis e pagam um prémio por isso, conclusão obtida por Horne e Wachowicz (1998) no seu recente estudo.

Fama e Babiak (1968) investigam vários modelos para tentarem explicar o comportamento dos dividendos. Usaram uma amostra de 201 empresas, com dados que cobrem um período de 17 anos. Encontraram evidência de que as empresas aumentam os dividendos somente quando têm alguma certeza da possibilidade de os manter permanentemente, até ao próximo acréscimo.

Watts (1973) encontrou um efeito positivo entre o anúncio de acréscimo de dividendos e o preço das acções, mas concluiu que o conteúdo informativo não tem significado económico porque não permite a obtenção de rendibilidades anormais depois de considerados os custos de transacção, no caso dos investidores terem acesso monopolístico à informação.

Por outro lado, Pettit (1972) encontrou um suporte claro para a proposição de que o mercado utiliza os anúncios dos dividendos como informação para lançar os valores dos títulos, concluindo que muita informação é transmitida pelo anúncio de alterações dos dividendos. Contudo, os seus resultados foram criticados por vários autores por este ter recorrido às alterações dos dividendos observadas, em vez de recorrerem às alterações não esperadas dos dividendos. Kwan (1981) aperfeiçoou o trabalho de Pettit (1972) construindo carteiras baseadas em alterações inesperadas de dividendos, encontrando evidência estatisticamente significativa de rendibilidades anormais quando as empresas anunciavam alterações de dividendos não esperadas. Brickley (1983) estudou o efeito do anúncio dos dividendos extraordinários. Os seus resultados suportam a conclusão de que o mercado reage positivamente ao conteúdo da informação dos dividendos especiais, mas que os dividendos regulares proporcionam um maior efeito informativo dos dividendos.

Ross (1977) argumenta que um aumento no rácio de dividendo é uma mensagem inequívoca porque: (1) não pode ser levada a cabo por empresas que não antecipem ganhos mais elevados e (2) a gestão tem um incentivo para “contar a verdade”. Segundo o artigo de Bhattacharya (1979), as empresas com maior qualidade assinalam informação para o mercado, pagando um montante mais elevado de dividendos, defendendo o autor a ideia de que os dividendos podem actuar como um indício sobre a qualidade das empresas, reflectindo assim a ideia de conteúdo informativo dos dividendos.

Vários estudos foram levados a cabo com o intuito de verificar se de facto o anúncio de alterações dos dividendos afecta o valor das acções. Aharony e Swary (1980) encontraram suporte para a hipótese de que alterações nos dividendos trimestrais providenciam informação útil que afecta a valorização dos títulos. Encontraram evidência de que as variações dos dividendos fornecem informação relevante para o mercado. Os resultados empíricos de Kane, Lee e Marcus (1984) confirmam os testes anteriores que encontraram evidência de que o anúncio dos dividendos tem um efeito significativo no preço das

acções.

Woolridge (1983) analisou o efeito dos anúncios dos dividendos em obrigações e acções não convertíveis. Os seus resultados suportam a evidência da hipótese do conteúdo informativo dos dividendos. Handjiinicolaou e Kalay (1984) descobriram que, para uma amostra de 255 obrigações não convertíveis, os preços não eram afectados por aumentos inesperados de dividendos, mas reagem negativamente às reduções de dividendos. Os autores interpretaram este comportamento de preços como consistentes com a hipótese de conteúdo informativo dos dividendos. O trabalho de Lang e Litzenberger (1989) indicia a existência de uma maior efeito de conteúdo informativo no caso de variações negativas de dividendos do que variações positivas.

Asquith e Mullins (1983) e Richardson, Sefcik e Thompson (1986) estudaram o efeito do anúncio do primeiro dividendo na riqueza dos accionistas. Ambos os estudos encontraram forte evidência do efeito dos anúncios dos dividendos nas rendibilidades dos títulos. Asquith e Mullins (1983) concluíram que o anúncio de dividendos, não só revela expectativas quanto à evolução futura das empresas, como também são uma forma de incentivar a gestão a ser mais eficiente, evitando sinalizações negativas, associadas a diminuições nos dividendos e eventuais necessidades de emissão de novas acções, argumento igualmente utilizado por Jensen (1986). Adicionalmente, Richardson, Sefcik e Thompson encontraram evidência estatisticamente significativa do aumento do volume de transacções durante a semana do anúncio, que está relacionado com o efeito do conteúdo informativo dos dividendos e ainda encontraram suporte, se bem que fraco, do efeito de clientela.

Babin (1997) construiu uma matriz com o crescimento dos dividendos de 30 empresas, ao longo de 10 anos, ordenando posteriormente as acções de acordo com a amplitude do crescimento entretanto observada. A análise dos dados sugere uma forte associação entre o crescimento dos dividendos e o desempenho das acções respectivas no mercado. As empresas com dividendos irregulares estão associadas a desempenhos menores, enquanto aquelas que tiveram

dividendos estáveis ou com um crescimento regular, estavam associadas a melhores desempenhos. Das 30 empresas em análise, somente quatro reduziram os seus dividendos no período respeitante à amostra. Deixar de ter capacidade para aumentar os dividendos é um sinal de alerta, funcionando como um aviso para o mercado, o que se pode associar ao conteúdo informativo dos dividendos.

Amihud e Murgia (1997) sugerem o efeito do conteúdo informativo dos dividendos para explicar a distribuição de dividendos por parte das empresas, tendo por base o seu estudo, realizado no mercado alemão.

Brook, Charlton e Hendershott (1998) concluíram que os investidores parecem interpretar as alterações na política de dividendos das empresas como sinais acerca das rendibilidades futuras esperadas pelos seus gestores. De facto, ao elaborarem um teste empírico, encontraram evidência de que a política de dividendos é utilizada como um meio de sinalizar para o mercado aumentos de fluxos de caixa futuros. Concluíram igualmente que as empresas tendem apenas a comunicar boas notícias, o que é consistente com os resultados obtidos por DeAngelo, DeAngelo e Skinner (1996) que encontraram evidência de que os gestores não assinalam inversões no crescimento dos resultados de longo prazo.

Howe e Shen (1998) examinaram até que ponto é que o início da distribuição de dividendos está associado a resultados não esperados subsequentes. Encontraram evidência clara que os dividendos não esperados são mais favoráveis para as empresas que estão a começar a distribuir dividendos do que para uma amostra de empresas que não escolheu distribuir dividendos. Utilizaram a metodologia aplicada por DeAngelo, De Angelo e Skinner (1996). Contrariamente aos resultados destes autores, que não encontraram diferenças entre empresas que diminuem os dividendos e aquelas que não os diminuem, a sua análise providencia evidência de que os dividendos assinalam perspectivas futuras relativamente favoráveis, concluindo que os dividendos assinalam diferenças no desempenho das empresas, contrariamente aos autores anteriormente citados. Os resultados

sugerem igualmente que os gestores não iniciam a distribuição de dividendos até terem a certeza de que os conseguem sustentar no futuro, através dos resultados. Estes resultados suportam a ideia de que os dividendos têm um carácter de sinalização.

Lara, Esteban e Pérez (1999) analisaram o efeito do conteúdo informativo dos dividendos no mercado de capitais espanhol, um dos factores associados à explicação da política de dividendos. De facto, a política de dividendos pode ser um veículo de transmissão de informação para o mercado, onde existem assimetrias de informação. A informação transmitida para o exterior pode alterar as expectativas dos investidores no que diz respeito ao valor das acções das empresas, desde que essa informação seja vista como significativa. Para o efeito, Lara, Esteban e Pérez (1999) analisaram a reacção dos preços das acções referentes a 50 empresas cotadas na Bolsa de Madrid, para o período compreendido entre 1 de Janeiro de 1996 e 31 de Dezembro de 1997, após o anúncio da distribuição de dividendos. Os resultados encontrados permitem confirmar a relevância da política de dividendos, dado que se verificou a existência de rendibilidades anormais estatisticamente significativas para o período em análise, tanto para o sector bancário (analisado separadamente), como para as outras empresas. Os resultados encontrados sugerem que o anúncio dos dividendos fornece informação relevante para o mercado, ou seja, de que existe conteúdo informativo nos dividendos.

Fernandez e Larran (1999) elaboraram um trabalho empírico com o objectivo de analisar o contributo das informações transmitidas pela política de dividendos na valorização das empresas, por parte dos investidores, baseando-se no modelo de Felthman e Ohlson (1995). O estudo recaiu sobre as empresas não financeiras cotadas na Bolsa de Londres, no período compreendido entre 1991 e 1996. Os resultados empíricos obtidos permitem fundamentar a relevância da política de dividendos para o mercado. Os autores chegaram, entre outras, às seguintes conclusões: (1) os dividendos são relevantes na valorização das acções, ao contrário do que afirma a teoria da irrelevância dos dividendos, sustentada por MM (1961); (2) os sinais transmitidos

pelos dividendos são mais significativos no caso de aumento de dividendos do que na diminuição destes, ao contrário dos resultados obtidos por outros autores, como Lang e Litzenberger (1989) e (3) a política de dividendos é sensível à dimensão das empresas. Quanto menor a dimensão das empresas, mais expectativas de ganhos futuros são transmitidas para o exterior quando se anuncia a distribuição de resultados, por cada unidade monetária distribuída. Resumidamente, concluíram que o rácio de pagamento de dividendos reforça a sinalização transmitida pelos dividendos, consistente com a hipótese do conteúdo informativo dos dividendos, já confirmado por vários autores.

Silva (1999) elaborou um estudo com o intuito de analisar a política de dividendos das empresas com títulos admitidos à cotação no Mercado de Cotações Oficiais (MCO) da Bolsa de Valores de Lisboa (BVL), para o período compreendido entre 1990 e 1994. Constatou que os factores mais significativos para a política de dividendos são a estabilidade destes e a satisfação dos accionistas. Encontrou igualmente evidência do efeito de clientela fiscal e dos efeitos de sinalização. De facto, embora tenha chegado à conclusão que os gestores determinam a política de dividendos numa base residual, estes preocupam-se com a sinalização transmitida com os dividendos, bem como com a estabilidade dos dividendos.

Assim, a evidência que suporta o efeito do conteúdo informativo dos dividendos continua a verificar-se. As alterações nos dividendos fornecem informação ao mercado sobre os fluxos de caixa futuros. Segundo opinião de Copeland e Weston (1992), uma das importantes implicações do argumento do conteúdo informativo dos dividendos é que este sugere a possibilidade de uma política de dividendos óptima. Os benefícios retirados da comunicação da distribuição de dividendos devem ser confrontados com as desvantagens fiscais da distribuição de dividendos, no sentido de encontrar um rácio de distribuição de dividendos óptimo.

4. CONCLUSÃO

Inicialmente, MM desenvolveram um modelo que conclui que a política de dividendos é irrelevante. Contudo, as hipóteses subjacentes ao modelo tornam-no dificilmente aplicável, já que as suas condições são limitativas, como seja a existência de um mercado de capitais perfeitos e a não existência de impostos, um dos factores mais apontados como limitativo no modelo de MM por vários autores.

De entre os factores que influenciam a política de dividendos, como sejam os impostos, a relação existente entre os dividendos e a política de financiamento e investimento, e o efeito clientela, analisamos neste artigo contribuições de vários autores que visam esclarecer qual o efeito do conteúdo informativo dos dividendos nas empresas.

Em termos gerais, os resultados dos trabalhos empíricos analisados sugerem que o anúncio de dividendos fornece informação relevante para o mercado, o que nos permite concluir que os dividendos incorporam conteúdo informativo. De facto, encontramos suporte em vários estudos para a hipótese de que o anúncio de alteração nos dividendos afecta o valor das acções das empresas, encontrando assim evidência para o conteúdo informativo dos dividendos, confirmado por vários autores, nomeadamente por Pettit (1972), Ross (1977), Asquith e Mullins (1983), Lang e Litzenberger (1989) e Lara, Esteban e Pérez (1999). Contudo, enquanto uns autores encontraram evidência de um maior efeito de conteúdo informativo no caso de variações negativas dos dividendos, como seja Lang e Litzenberger (1989), outros chegaram à conclusão contrária. De facto, Fernandez e Larran (1999) encontraram evidência de que os sinais transmitidos pelos dividendos são mais significativos no caso de aumento de dividendos. Alguns estudos encontraram igualmente evidência de que as empresas tendem a comunicar apenas as boas notícias, não assinalando inversões no crescimento dos resultados de longo prazo, como sejam os trabalhos levados a cabo por DeAngelo, DeAngelo e Skinner (1996) e Brook, Charlton e Hendershott (1998).

Podemos concluir que as empresas utilizam o anúncio de

dividendos como um suporte da informação a ser transmitida para o exterior, já que os dividendos, através do conteúdo informativo, alteram o valor da empresa. Assim, este factor incentiva a distribuição de resultados, ou seja, contribui favoravelmente para a distribuição destes.

Copeland e Weston (1992) deixam transparecer a possibilidade da existência de uma política óptima de dividendos. Mas, se o fenómeno do conteúdo informativo conduz a uma política de distribuição de dividendos elevados, outros factores existem, como o caso dos impostos, que contribuem em sentido inverso. Assim, apesar da intensa investigação sobre a política de dividendos, os testes empíricos continuam a não ser conclusivos, continuando este tema a ser um *puzzle* no mundo das finanças empresariais, palavras que Black (1976) referiu no seu estudo, e que julgamos continuarem válidas nos dias de hoje.

Uma possível via para trabalhos futuros, seria elaborar testes empíricos em diferentes mercados, analisando em que sentido caminham os seus resultados, bem como explorar a relação existente entre a política de dividendos e questões afins, nomeadamente analisando a relação existente entre a política de dividendos e a teoria da agência, questão que tem vindo a ser explorada recentemente.

BIBLIOGRAFIA

- ASQUITH, O. e MULLINS, D., (1983), "The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholder Wealth", *Journal of Business*, 56, January, pp. 77-96.
- AHARONY, J. e SWARY, I., (1980), "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, March, pp. 1-12.
- AMIHUD, Y. e MURGIA, M., (1997), "Dividends, Taxes and Signaling: Evidence from Germany", *Journal of Finance*, 52, March, pp. 397-408.
- BABIN, C., (1997), "Dividends Matter", *Forbes*, New York, July, 28, in <http://proquest.umi.com>
- BHATTACHARYA, S., (1979), "Imperfect Information, Dividend Policy, and "the Bird in the Hand" Fallacy", *The Bell Journal of Economics*, 10 (1), pp. 259-270.
- BLACK, F. e SCHOLES, M. (1974), "The Effects of Dividends Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns", *Journal of Financial Economics*, 1, May, pp. 1-22.

- BLACK, F., (1976), "The Dividend Puzzle", *The Journal of Portfolio Management*, Winter, pp. 5-8.
- BREALEY, Richard, A e MYERS, Stewart, C., (1998), "Princípios de Finanças Empresariais", Tradução portuguesa de Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill, 5ª Edição.
- BRENNAN, M. (1970), "Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy", *National Tax Journal*, 23, December, pp. 417-427.
- BRICKLEY, James, A., (1983), "Shareholder Wealth, Information Signalling and the Specially-Designated Dividend: An Empirical Study", *Journal of Financial Economics*, 12, August, pp. 187-210.
- BROOK, Yaron, CHARLTON, William T., Jr. e HENDERSHOTT, Robert J., (1998), "Do Firms Use Dividends to Signal Large Future Cash Flow Increases?", *Financial Management*, Vol. 27, nº.3, Autumn, pp. 46-57.
- BUCKLEY, A., ROSS, S. A., WESTERFIELD, R.W. e JAFFE, J. F., (1998), "Corporate Finance: Europe", McGraw-Hill International (UK) Limited, 1st Edition.
- COPELAND, Thomas E. e WESTON, J. Fred, (1992), "Financial Theory and Corporate Policy", Addison-Wesley Publishing Company", 3rd Edition.
- DEANGELO, H., DEANGELO L. e SKINNER, D., (1996), "Reversal of Fortune: Dividend Signaling and the Disappearance of Sustained Earnings Growth", *Journal of Financial Economics*, March, pp. 341-371.
- ELTON, E. e GRUBER, M., (1970), "Marginal Stockholder Tax Rates and The Clientele Effect", *Review of Economics and Statistics*, 52, pp. 68-74.
- FAMA, E. e BABIAK, H., (1968), "Dividend Policy: An Empirical Analysis", *Journal of the American Statistical Association*, 63, December, pp. 1132-1161.
- FELTHMAN, G. e OHLSON, J., (1995), "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities", *Contemporary Accounting Research*, Vol.11, nº 2, Spring, pp.689-731.
- FERNANDEZ, G. e LARRAN, A. J., (1999), "La Relevancia de los Dividendos para Explicar el Valor de Mercado de las Acciones", Comunicação apresentada no X Congresso da AECA.
- GORDON, M., (1961), "The Investment, Financing and Valuation of the Corporation", Burr Ridge, III: Richard D. Irwin, IN ROSS, S. A., WESTERFIELD, R. W. e JORDAN, B. D., (1998), "Fundamentals of Corporate Finance", McGraw-Hill Companies, Inc., 4th Edition.
- GORDON, M., (1963), "Optimal Investment and Financing Policy", *Journal of Finance*, 18, May, pp. 264-272.
- GRAHAM, G., DODD D. e COTTLE, S., (1962), "Security Analysis", McGraw-Hill, New York, 1st Edition.
- HANDJINICOLAOU, G. e KALAY, A., (1984), "Wealth Redistributions of Changes in Firm Value: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders around Dividend Announcements", *Journal of Financial Economics*, March, pp. 35-64.

- HARRIS, J., ROENFELDT, R. e COOLEY, P., (1983), "Evidence of Financial Leverage Clientes", *Journal of Finance*, September, pp. 1125-1132.
- HORNE, Van e WACHOWICZ, J.M, Jr., (1998), "Fundamentals of Financial Management", Prentice-Hall, Inc., 10th Edition.
- HOWE, J. S. e SHEN, Y., (1998), "Information Associated with Dividend Initiations: Firm-Specific or Industry-Wide?", *Financial Management*, Vol. 27, nº. 3, Autumn, pp. 17-26.
- JENSEN, M., (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, 76, December. Pp. 323-363.
- KANE, A., LEE, Y. K. e MARCUS, , (1984), "Earnings and Dividends Announcements: Is There a Corroboration Effect?", *Journal of Finance*, September, pp. 1091-1099.
- KOSKI, Jennifer Lynch e SRUGGS, John T., (1998), "Who Trades Around the Ex-Dividend Day? Evidence from NYSE Audit File Data", *Financial Management*, Vol. 27, nº 3, Autumn, pp. 58-72.
- KWAN, C., (1981), "Efficient Market Tests of the Informational Content of Dividends Announcements: Critique and Extention", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, June, pp. 193-206.
- LANG, Larry H.P. e LITZENBERGER, Robert H., (1989), "Dividend Announcements: Cash Flow Signaling Versus Free Cash Flow Hypothesis", *Journal of Financial Economics*, 24, pp. 181-191.
- LARA, M. C., ESTEBAN, M. J. D. e PÉREZ, J.M.L., (1999), "El Contenido Informativo de los Dividendos: Un Enfoque de Agencia", Comunicação apresentada no X Congresso da AECA.
- LEWELLEN, W., STANLEY, K, LEASE, R. e SCHLARBAUM, G., (1978), "Some Direct Evidence on the Dividend Clientele Phenomenon", *Journal of Finance*, 33, 5, December, pp. 1385-1399.
- LINTNER, J., (1956), "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes", *American Economic Review*, 46, May, pp. 97-113.
- LINTNER, J., (1962), "Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices, and the Supply of Capital to Corporations", *Review of Economics and Statistics*, 44, June, pp. 239-269.
- LITZENBERGER, R. e RAMASWAMY, K, (1979), "The Effect of Personnel Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence", *Journal of Financial Economics*, 7, May, pp. 163-196.
- LITZENBERGER, R. e RAMASWAMY, K, (1982), "The Effects of Dividends on Common Stock Process: Tax Effects or Information Effects", *Journal of Finance*, 37, May, pp. 429-443.
- LONG, J., (1978), "The Market Valuation of Cash Dividends: A Case to Consider", *Journal of Financial Economics*, June-September, pp. 235-264.
- MILLER, M. e MODIGLIANI, F., (1961), "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", *Journal of Business*, 34, October, pp. 411-433.

- MILLER, M. e SCHOLLES, M., (1978), "Dividends and Taxes", *Journal of Financial Economics*, December, pp. 333-364.
- MILLER, M. e SCHOLLES, M., (1982), "Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence", *Journal of Political Economy*, 90, pp. 1108-1142.
- PETTIT, R., (1972), "Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency", *Journal of Finance*, December, pp. 993-1007.
- PETTIT, R., (1977), "Taxes, Transaction Costs and the Clientele Effect of Dividends", *Journal of Financial Economics*, 5, nº 3, pp. 419-436.
- RAO, Ramesh K. S., (1987), "Financial Management: Concepts and Applications", Macmillan Publishing Company, 1st Edition.
- RICHARDSON, G., SEFCIK, S. e THOMPSON, R., (1986), "A Test of Dividend Irrelevance Using Volume Reactions to a Change In Dividend Policy", *Journal of Financial Economics*, 17, December, pp. 313-334.
- ROSS, S. A., (1977), "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach", *Bell Journal of Economics*, Spring, pp. 23-40.
- ROSS, S. A., WESTERFIELD, R. W. e JORDAN, B. D., (1998), "Fundamentals of Corporate Finance", McGraw-Hill Companies, Inc., 4th Edition.
- SILVA, J. M. S. B., (1999), "A Política de Dividendos em Portugal: A Perspectiva dos Gestores", Comunicação apresentada no X Congresso da AECA.
- WATTS, R., (1973), "The Information Content of Dividends", *Journal of Business*, April, pp. 191-211.
- WOOLRIDGE, J., (1983), "Dividend Changes and Security Prices", *Journal of Finance*, December, pp. 1607-1615.