

# O EFEITO SINALIZADOR DOS DIVIDENDOS.

Maria Luísa Almeida Ribeiro - *Faculdade de Ciências Humanas e Sociais, UFP*  
Mestre Assistente

## ABSTRACT

The demonstration by Miller and Modigliani (1961) of the irrelevancy of a firm's dividend policy on its value, under the assertion of perfect markets, and the observation that they do not behave accordingly, led to a series of studies that tried to find a justification for such a behaviour in the imperfections of the market. This paper reviews the principal studies on the signalling effect of dividends and concludes that their value as a means of communication between insiders and outsiders is achieved through a consistent dividend policy that previews sustainable results in the medium term.

## RESUMO

A demonstração – sob o postulado de mercados perfeitos – da irrelevância da política de dividendos no valor das empresas por Miller e Modigliani (1961) e a constatação de que as práticas empresariais evidenciam o contrário levou a que os estudos posteriores fossem no sentido de encontrar justificação nas imperfeições do mercado para tais práticas. Assim, apresentam-se os principais estudos sobre o efeito sinalizador dos dividendos concluindo-se que a valia sinalizadora destes como forma de comunicação entre *insiders* e *outsiders* é conseguida através de uma política de dividendos consistente e que reflecta a previsão dos resultados sustentáveis a médio prazo.

## 1. INTRODUÇÃO

A tomada de decisões financeiras assenta, na sua essência, em decisões sobre investimentos, financiamentos e dividendos. As decisões relativas a dividendos – também designadas por política de dividendos – estão relacionadas com a aplicação dos resultados das empresas no sentido da distribuição total ou parcial daqueles pelos accionistas ou pela sua retenção para novos investimentos.

Com início na década de cinquenta e até aos dias de hoje muitos foram os investigadores que desenvolveram modelos teóricos e os testaram empiricamente para concluir sobre o que representam os dividendos para os accionistas em termos do aumento da sua riqueza, não existindo contudo, até aos dias de hoje, uma posição unânime sobre a matéria.

Após Miller e Modigliani (1961) terem demonstrado que sob determinados pressupostos, nomeadamente a existência de mercados perfeitos, e dada uma determinada política de investimentos, a política de dividendos adoptada por uma empresa é irrelevante para a criação de valor e as práticas empresarias demonstrarem o contrário, ou seja, conferirem importância à política de dividendos, foram levados a cabo vários estudos que deram corpo às principais correntes de pensamento que defendem que tal facto só se pode ficar a dever às imperfeições do mercado, nomeadamente a existência de impostos, de assimetria de informação e de relações de agência. Assim, ao longo deste artigo pretende-se analisar o impacto da existência de assimetria de informação na definição de uma política de dividendos.

## 2. ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO *VERSUS* POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Um dos elementos inerentes ao conceito de mercado perfeito de capitais reside no facto de a informação estar disponível de igual forma e sem custos para todos os agentes intervenientes, o que significa que os diferentes grupos de agentes se encontram simetricamente informados.

112 Contudo, grande parte dos académicos e dos analistas financeiros acredita que os gestores possuem mais informação sobre as suas empresas do que os restantes agentes, o que implica a existência de assimetria de informação (Lease *et al.*, 1999).

Neste contexto, o primeiro grupo, conhecido por *insiders*, é constituído por indivíduos que agem como agentes dos accionistas e que são responsáveis pela tomada de decisões de investimentos e financiamentos e o segundo, conhecido por *outsiders*, integra todos os outros agentes económicos que não os anteriormente descritos e que têm interesses na empresa. Na literatura económica e financeira os termos *insiders* e gestores são utilizados indiferentemente, uma vez que, embora tratando-se de grupos distintos, os seus interesses estão provavelmente alinhados e, conseqüentemente, confundem-se (Born, *cit. in* Pacheco 1999).

Face à assimetria de informação existente é de esperar que os agentes mais informados e com incentivos para isso tentem transmitir de uma forma subliminar uma parte da informação acrescida que detêm para o mercado e que os investidores, conscientes do seu défice informativo, procurem encontrar sinais emanados pelos gestores, por forma a fundamentar as suas decisões.

Estes sinais de transmissão de informação de dentro da empresa para o mercado podem ser dados de várias formas, nomeadamente através de variações dos níveis de dividendos e de endividamento, funcionando como verdadeiros instrumentos de *marketing* (Pacheco, 1999).

Se os dividendos transportam informação de dentro para fora da empresa, vale a pena analisar que tipo de informação transportam e se é que a transportam.

Assim, assiste-se muitas vezes a um aumento da cotação das acções depois de anúncios inesperados de aumento ou início de pagamento de dividendos e a uma diminuição no caso de anúncios de diminuições drásticas ou cortes no referido pagamento.

Pelo que, numa primeira abordagem, se pode concluir que os accionistas têm preferência por dividendos. Contudo, como referem Miller e Modigliani (1961), os dividendos não contêm informação em si mesmos mas sinalizam as expectativas dos gestores sobre a geração de *cash flows* futuros, pelo que uma diminuição ou um aumento no pagamento de dividendos significa apenas que os gestores prevêem diminuições ou aumentos nos retornos futuros. Assim sendo, os investidores não potenciam dividendos em si mesmos mas sim como sinais da capacidade financeira actual e futura da empresa.

Na mesma linha de raciocínio – de que os dividendos podem transportar informação sobre as perspectivas futuras da empresa – Abrutyn e Turner (*cit. in* Laese *et al.*, 1999) levaram a cabo um inquérito junto de gestores financeiros de grandes empresas norte americanas e concluem que 63% indicam como primeira ou segunda razão para o pagamento de dividendos o seu efeito sinalizador.

O ponto de partida dos vários modelos desenvolvidos ao longo do tempo é a assimetria de informação entre *insiders* e *outsiders* sobre as perspectivas futuras da empresa e o facto de os primeiros utilizarem o pagamento de dividendos para passarem a informação para o mercado. Dos vários modelos desenvolvidos destacam-se os de Bhattacharya (1979), Miller e Rock (1985) e John e Williams (1985).

Se os dividendos se mostram importantes como veículos de transmissão de informação para o mercado, também têm associadas, genericamente, desvantagens fiscais em relação a ganhos de capital. Face a esta desvantagem, pode-se colocar a questão se não existem outros sinais que as empresas possam utilizar por forma a minimizar os custos que lhes

estão associados, nomeadamente o nível de endividamento, compras e vendas de acções por parte dos *insiders*, recompra e emissão de acções e política de investimentos.

Bhattacharya (1979) desenvolveu um modelo tendo como base que os *insiders* têm informação privilegiada, comparativamente com os *outsiders*, em relação à rentabilidade da empresa e que os dividendos são tributados a uma taxa mais elevada do que os ganhos de capital, tendo demonstrado que os dividendos funcionam como um sinal sobre a capacidade da empresa em gerar *cash flows* futuros. Neste modelo é eliminado o recurso a outro tipo de sinais, nomeadamente o conteúdo dos relatórios de contas, pelo facto de o referido autor não os considerar credíveis.

Assim, um anúncio antecipado de aumento de dividendos representa um sinal positivo para o mercado sobre o valor da empresa. Um dos pilares fundamentais deste modelo prende-se com o facto de após o anúncio de um determinado nível de dividendos por parte de uma empresa, este dever ser encarado como um compromisso para com os acionistas e, no caso de a empresa não conseguir gerar *cash flow* suficiente para garantir o pagamento dos dividendos anunciados, dever recorrer a financiamento externo.

Atendendo a que o recurso a financiamento externo envolve custos, as empresas com menor capacidade de gerar valor, ao quererem imitar as com maior capacidade, incorrem em custos muito mais elevados do que estas, o que lhes degrada a rentabilidade e, por tal, acabam por abandonar essa tentativa de imitação.

O modelo de Bhattacharya (1979) foi o primeiro modelo desenvolvido sobre a temática do efeito sinalizador dos dividendos e representou, segundo Lease *et al.* (1999), um importante passo para explicar porque é que as empresas pagam dividendos.

Miller e Rock (1985) desenvolveram um modelo teórico sobre o efeito do anúncio de dividendos na cotação das acções, admitindo a existência de assimetria de informação entre *insiders* e *outsiders*. Os anúncios inesperados de variações de dividendos, de resultados ou de financiamentos externos são identificados como possíveis sinais para transmitir informação, pelo que qualquer uma destas variações tem subjacente, em princípio, a maior ou menor capacidade da empresa para gerar *cash flows* futuros, facto sobre o qual os *insiders* têm informação privilegiada em relação aos *outsiders*. Estes sinais quando enviados para o mercado de uma forma credível permitem que os investidores tenham uma informação mais completa e, por exemplo, não vendam as suas acções a um preço inferior ao seu valor por desconhecerem as perspectivas futuras da empresa.

Assim, Miller e Rock (1985) mostram que o efeito de anúncios inesperados de aumento de dividendos ou resultados são recebidos pelo mercado como um sinal positivo, ao passo que os referentes ao recurso a financiamento externo são recebidos como um sinal negativo. De salientar que o conceito de dividendos utilizado neste modelo inclui os dividendos pagos acrescidos da recompra de acções menos os financiamentos externos obtidos no período.

Atendendo a que os fundos gerados pela empresa têm como destino o financiamento de investimentos e/ou o pagamento de dividendos, Miller e Rock (1985) prevêem que as empresas com grande capacidade de gerar fundos podem pagar dividendos e investir em projectos criadores de valor, ao passo que as empresas que não têm essa capacidade vão optar, numa tentativa de imitação das anteriores, por distribuir dividendos em detrimento dos investimentos. Contudo, a opção destas empresas pela redução dos investimentos tem limites e, naturalmente, não conseguem imitar durante muito tempo as primeiras em termos do nível de dividendos pagos, pelo que se vêem forçadas a diminuir sendo desta forma obtido o equilíbrio da sinalização passando novamente os dividendos a representar a expectativa credível dos *cash flows* futuros das empresas.

114 Para os referidos autores este equilíbrio de sinalização tem como consequências, quando comparado com uma situação de mercados perfeitos, uma maior distribuição de resultados e um menor nível de investimentos.

As conclusões de Miller e Rock (1985) foram reforçadas pelo modelo desenvolvido por John e Williams (1985) através do qual os referidos autores explicam porque é que as empresas pagam dividendos existindo outras formas de remunerar os accionistas – nomeadamente através da recompra de acções – se aqueles têm encargos fiscais associados mais elevados.

Os referidos autores também explicam, através do seu modelo porque é que no mesmo período de tempo as empresas podem, em simultâneo, pagar um nível óptimo de dividendos, emitir e recomprar acções.

Assim, quando uma empresa necessita de fundos próprios para financiar novos investimentos pode emitir acções. Por seu lado, os actuais accionistas podem ter necessidade de vender acções por questões de necessidade de liquidez. As duas situações acabadas de apresentar implicam, para os actuais accionistas, uma diluição da sua parte de propriedade na empresa. Assim, os gestores de empresas com expectativas favoráveis no futuro, com vista a maximizarem o valor da empresa e, cumulativamente, diminuírem o referido efeito de diluição, podem pagar dividendos como forma de sinalizar o mercado das perspectivas futuras, levando a um aumento das cotações e obrigando desta forma os *outsiders* a pagar um preço adequado pelas novas acções.

John e Williams (1985) concluem que em equilíbrio de sinalização – e este só acontece porque o pagamento de dividendos tem custos associados – as empresas com perspectivas de maiores *cash flows* operacionais futuros, em termos óptimos pagam um nível maior de dividendos; a política óptima de dividendos consubstancia-se no alisamento de dividendos função dos *cash flows* operacionais futuros, de forma a que as variações dos primeiros sejam inferiores às dos segundos e o nível óptimo de dividendos é tanto maior quanto menor for a desvantagem fiscal destes em relação a ganhos de capital.

Ambarish, John e Williams (1987) indicam no seu estudo os dividendos, o endividamento, a recompra ou emissão de novas acções e oportunidades de investimentos como possíveis veículos de transmissão de informação e consideram que são necessários pelo menos dois sinais para uma empresa transmitir, de uma forma eficaz e minimizando os custos associados, informação sobre as perspectivas de resultados futuros e oportunidades de investimentos.

No referido estudo é sugerido que mudanças no pagamento de dividendos são analisadas pelo mercado conjuntamente com as oportunidades de investimento e com as características de maturidade e crescimento de cada empresa em concreto; daí que as empresas em fase de crescimento utilizem a sua política de investimentos como sinal primário, ao passo que as empresas em fase de maturidade elegem a sua política de dividendos como o sinal mais importante. Assim, é previsível que o anúncio de aumentos de dividendos tenha um impacto positivo maior na cotação das acções de empresas em fase de maturidade do que na de empresas em fase de crescimento; consequentemente, os anúncios de emissão de títulos previsivelmente têm um impacto mais positivo na cotação das acções das segundas em relação às primeiras.

Pelo que se pode inferir que o anúncio de aumentos de dividendos, por si só, não implica sempre aumentos na cotação das acções, bem como reduções drásticas ou cortes dos mesmos não implicam diminuições na cotação destas, pelo que tais anúncios devem ser analisados num contexto mais amplo, nomeadamente em conjunto com as oportunidades de investimento e estratégia de cada empresa.

Os casos da Windmere Durable Holdings e da Compaq Computer Corporation, utilizados por Lease *et al.* (1999), e o caso da BMW descrito por Regnier (2001), que de seguida se apresentam, mostram-se consistentes com as previsões de Ambarish, John e Williams (1987).

Em 28 de Agosto de 1997 o conselho de administração da Windmere Durable Holdings anuncia o corte dos habituais dividendos trimestrais (US\$ 0,05 por acção) justificando esta decisão com o facto de ter sido definido um plano estratégico de crescimento acelerado para a empresa, o qual acarreta naturalmente necessidades de fundos acrescidas. Pouco antes deste anúncio foi feito um outro sobre a evolução favorável dos resultados financeiros da empresa. Por fim o presidente e director geral da Windmere Durable Holdings afirma que:

Because of this improvement in our business outlook, we believe it is in the best interest of the company and its shareholders to eliminate the dividend and invest in our future growth. (Friedson, *cit. in* Lease *et al.*, 1999).

Com o anúncio atrás referido a cotação das acções da Windmere Durable Holdings passou de US\$ 18,25 para US\$ 19,00.

Por seu lado, a 16 de Outubro de 1997, a Compaq Computer Corporation anuncia pela primeira vez o pagamento de dividendos (US\$ 0,03 por acção) e um desdobramento de acções (duas por uma). Contrariamente ao que era de esperar na altura do anúncio, a cotação das acções da Compaq Computer Corporation passa de US\$ 38,62 para US\$ 34,75.

Na Alemanha, em 2001, o desemprego aumentou durante os sete primeiros meses do ano, bem como se verificou uma diminuição da produção industrial. Neste quadro, uma das excepções foi o caso da empresa BMW que continuava em fase de expansão. Exemplo disso foi o facto de no segundo quadrimestre ter continuado a empregar mais gente a nível mundial, ter produzido mais 23.000 carros que no ano anterior – estes números não têm em consideração o número de viaturas produzidas pelas divisões da Rover e da Land Rover que foram alienadas no ano de 2000 – e os lucros operacionais terem aumentado 62%.

Com a venda da Rover que apresentava prejuízos, a BMW concentrou a sua actividade num mercado que continuava saudável (carros de luxo) e também lançou novos produtos com grande sucesso, como é o caso do modelo X5.

Depois do anúncio de todos estes factos era de esperar que as acções da BMW subissem, mas a realidade foi diferente, a cotação das acções baixou.

Será que os sinais emitidos pela empresa não transmitiram informação mais do que suficiente sobre as boas perspectivas futuras da empresa? À primeira vista assim parece; contudo, a empresa ia lançar nos tempos mais próximos dois novos produtos – o Mini e um novo Rolls-Royce – o que preocupava de sobremaneira os investidores uma vez que como refere Lawson<sup>1</sup> (*cit. in* Regnier, 2001) “*The market doesn't know how big the costs of expanding are going to be*”, pelo que o anúncio do bom desempenho passado da BMW e das boas perspectivas futuras não foram suficientes para que o mercado revisse em alta a cotação das acções da empresa, atendendo à sua preocupação em termos dos investimentos de expansão, reagindo negativamente.

Um outro modelo teórico foi desenvolvido por John e Mishra (1990) para analisar o efeito do anúncio de investimentos rodeados por compra ou venda de acções por parte dos *insiders* na cotação das mesmas, sustentando que o efeito é positivo no caso de empresas em fase de crescimento e em que se verifica compra de acções por parte dos *insiders*;

116 contrariamente, o efeito é negativo para empresas que estão em fase de maturidade e em que os *insiders* vendem acções.

John e Lang (1991) desenvolveram um modelo teórico, que posteriormente testaram empiricamente, para analisar o efeito sinalizador da compra e venda de acções por parte dos *insiders* próximo do anúncio do início de pagamento ou aumento de dividendos e concluem que estas transacções constituem, conjuntamente com este, um sinal. Os referidos autores defendem a ideia de que nem sempre uma iniciação ao pagamento de dividendos é um bom sinal no sentido do aumento da cotação das acções da empresa. Para isso basta que antes do anúncio se verifique que os *insiders* vendem uma quantidade relevante de acções, o que se traduz num sinal negativo; pelo contrário, quando antes do anúncio os *insiders* compram uma quantidade significativa de títulos, o mercado percebe esta informação como um sinal positivo por parte destes sobre as perspectivas futuras da empresa, pelo que a cotação das acções sobe.

Ao longo dos anos foram levados a cabo inúmeros estudos para testar os modelos teóricos desenvolvidos sobre a capacidade de os *insiders* enviarem sinais para o mercado, nomeadamente através de anúncios imprevistos sobre dividendos.

Segundo Lease *et al.* (1999) os testes levados a cabo sobre a capacidade de os dividendos serem um veículo de transmissão de informação para o mercado têm por finalidade dar resposta a três perguntas:

1. A cotação das acções de uma empresa sofre alterações no mesmo sentido que as variações de dividendos anunciadas inesperadamente? Por outras palavras, anúncios inesperados de aumentos de dividendos ao sinalizarem positivamente o mercado provocam um aumento da cotação das acções? E anúncios inesperados de diminuição de dividendos levam a uma redução da cotação das mesmas?
2. As expectativas do mercado sobre ganhos futuros da empresa variam na mesma direcção que o anúncio inesperado de variação nos dividendos? Ou seja, as expectativas do mercado melhoram em relação a ganhos futuros da empresa quando do anúncio inesperado de aumentos de dividendos? E pioram quando de anúncios inesperados de diminuição de dividendos?
3. Pode-se prever que ganhos futuros, para além dos previstos com base nos ganhos passados, se possam correlacionar com uma alteração na política de dividendos? Por outras palavras, se os dividendos transportam informação para o mercado sobre as perspectivas futuras da empresa, então será que um anúncio sobre dividendos vai provocar um aumento nas perspectivas futuras?

A primeira pergunta encontra resposta nas conclusões dos estudos de Pettit (1972, 1976), Aharony e Swary (1980), Asquith e Mullins (1983), Healy e Palepu (1988), Fama e French (1997), entre outros.

O estudo levado a cabo por Pettit (1972) permite-lhe concluir que o mercado incorpora no preço das acções o conteúdo informativo do anúncio de dividendos, mostrando-se por isso eficiente. Mais tarde Pettit (1976) efectua outro estudo constatando que no dia e no dia seguinte ao anúncio inesperado de dividendos se verificam variações significativas na cotação das respectivas acções. Este facto vem reforçar as conclusões do primeiro estudo e o referido autor volta a concluir que os dividendos transportam informação a qual é incorporada no preço das acções.

Aharony e Swary (1980) compararam os efeitos de anúncios de mudanças não previstas de dividendos com o anúncio dos resultados contidos nos relatórios de contas. Os dados recolhidos permitem-lhes concluir que os primeiros transportam mais informação do

que os segundos, o que para estes autores encontra justificação no facto de os resultados serem calculados contabilisticamente e, por tal, poderem ser manipulados e o pagamento de dividendos, ao implicar uma saída de dinheiro, se tornar um sinal mais credível.

Um estudo efectuado por Asquith e Mullins (1983) leva-os a concluir que anúncios de início ou de reinício de pagamento de dividendos são sinais positivos para o mercado, os quais se reflectem de imediato na cotação das respectivas acções. Estas conclusões são retiradas através da análise da evolução do preço das acções nos dias que se seguem ao referido anúncio.

Healy e Palepu (1988) estudaram o impacto do anúncio inesperado de cortes ou início de pagamento de dividendos na cotação das acções e concluem que esta desce no primeiro caso e aumenta no segundo.

Mais recentemente Fama e French (1997) realizaram um estudo para analisarem a forma como os investidores avaliam os dividendos, tendo em conta considerações de ordem fiscal. As suas conclusões vão no sentido de que os dividendos possuem um conteúdo informativo superior a quaisquer outras variáveis e também superior ao efeito negativo que os impostos podem ter sobre eles.

Os estudos atrás indicados respondem à primeira pergunta formulada por Lease *et al.* (1999): reacção positiva da cotação das acções depois do anúncio inesperado de aumento ou início de pagamento de dividendos e reacção negativa daquela face a cortes imprevistos no pagamento dos mesmos.

A resposta à segunda questão formulada por Lease *et al.* (1999), sobre se as expectativas do mercado sobre ganhos futuros da empresa variam na mesma direcção que um anúncio inesperado de variação nos dividendos, pode ser encontrada através dos estudos de Ofer e Siegel (1987) e Dyl e Weigand (1998).

O anúncio inesperado de mudanças no pagamento de dividendos leva os analistas financeiros a reverem as suas previsões de resultados futuros para um valor que está positivamente relacionado com a dimensão de tal mudança. Este facto é comprovado no estudo de Ofer e Siegel (1987).

Outro estudo, que evidencia que expectativas do mercado sobre ganhos futuros da empresa variam na mesma direcção que o anúncio inesperado de variação nos dividendos, é o efectuado por Dyl e Weigand (1998) que concluem, através da análise de uma amostra de empresas que iniciaram o pagamento de dividendos, que este início coincide com a redução do nível de risco dos resultados e dos *cash flows* e que este tende a diminuir no ano seguinte à referida iniciação. Assim, concluem que a iniciação do pagamento de dividendos veicula informação para o mercado em termos de diminuição do risco.

A resposta à última questão formulada por Lease *et al.* (1999) e que diz respeito ao facto da previsão de ganhos futuros feita com base nos ganhos passados se alterar no mesmo sentido que um anúncio inesperado de mudança na política de dividendos, pode ser encontrada nas conclusões dos estudos efectuados por Healy e Palepu (1988), Benartzy, Michaely e Thaler (1997), Lipson, Maquieira e Megginson (1998), entre outros.

Uma das conclusões do estudo efectuado por Healy e Palepu (1988) é a de que os resultados obtidos por empresas que anunciam o início de pagamento de dividendos aumentam após o anúncio.

Alterações ao nível de dividendos parecem ser consequência de variações nos ganhos num passado imediato e não um sinal de ganhos inesperados no futuro foram conclusões retiradas do estudo efectuado por Benartzy, Michaely e Thaler (1997). Contudo, os

118 autores não encontram provas significativas para poderem concluir que alterações nos dividendos representam um sinal para o mercado em termos de resultados futuros.

Estes autores, no estudo que levaram a cabo, comparam os resultados de empresas que deixaram de ser de capital fechado e iniciaram a distribuição de resultados com aquelas que não o fizeram e verificam que os resultados das primeiras em relação às segundas, após o início de pagamento de dividendos, evoluem mais positivamente pelo que concluem que os dividendos funcionam como sinais que permitem distinguir empresas aparentemente comparáveis, mas que na realidade têm desempenhos diferentes.

Pelas conclusões encontradas nos estudos atrás apresentados parecem não existir provas de que anúncios inesperados de mudança no nível de dividendos sejam um veículo de transmissão de informação sobre ganhos futuros.

### 3. CONCLUSÃO

A investigação sobre o conteúdo informativo dos dividendos leva a concluir que estes, de per si ou conjuntamente com outros tipos de informação, nomeadamente oportunidades de investimento presentes e futuras bem como transacções de acções por parte dos *insiders* são meios que os gestores podem utilizar para comunicar com os *outsiders* e que os dividendos assumem um papel importante na tomada de decisões por parte dos gestores.

Neste contexto a tomada de decisões sobre política de dividendos deve obedecer a três regras básicas: o seu montante deve ser fixado no valor mínimo dos resultados previstos para o médio prazo; não se deve proceder a aumentos de dividendos se não existir a certeza de que esse novo nível poder ser mantido no futuro e nunca se deve reduzir o seu nível a não ser que esta redução seja de todo necessária.

A simplicidade, a credibilidade e a valia sinalizadora dos dividendos como forma de os gestores comunicarem com os accionistas é conseguida através da utilização de uma política de dividendos consistente e que reflecta a previsão de resultados sustentáveis a médio prazo. O atrás referido não é aplicável a empresas de capital fechado pelo que se considera que a estrutura accionista pode ser uma determinante importante da política de dividendos, o que sugere uma interligação entre as problemáticas de sinalização e dos conflitos de agência.

- Aharony, J. e Swary, L. (1980). Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholder Returns: An Empirical Analysis. *In: Journal of Finance*, 35, March, pp. 1-12.
- Ambarish, R., John, K. e Williams, J. (1987). Efficient Signaling With Dividends and Investments. *In: Journal of Finance*, 42, June, pp. 321-343.
- Asquith, P. e Mullins, D. (1983). The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholder's Wealth. *In: Journal of Finance*, 56, pp. 77-96.
- Benartzi, S., Michaely, R. e Thaler, R. (1997). Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past? *In: Journal of Finance*, 52, pp. 1007-1034.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy and the 'Bird in the Hand Fallacy'. *In: Bell Journal of Economics and Management Science*, 10, Spring, pp. 259-270.
- Dyl, E. e Weigand, R. (1998). The Information Content of Dividend Initiations: Additional Evidence. *In: Financial Management*, 27, pp. 27-35.
- Fama, E. e French, K. (1997). Taxes Financing Decisions and Firm Value. *In: Journal of Finance*, December.
- Healy, P. e Palepu, K. (1988). Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions. *In: Journal of Financial Economics*, 21, n° 2, pp. 149-176.
- John, K. e Lang, L. (1991). Insider Trading Around Dividend Announcements: Theory and Practice. *In: Journal of Finance*, 46, pp. 1361-1390.
- John, K. e Mishra, B. (1990). Investment Announcements, Insider Trading and Market Response: Theory. *In: Journal of Finance*, 45, pp. 835-855.
- John, K. e Williams, J. (1985). Dividends Dilution and Taxes: A Signaling Equilibrium. *In: Journal of Finance*, 40, September, pp. 1053-1070.
- Lease, R. C., John, K., Kalay, A., Loewenstein, U. e Sarig, O. H. (1999). *Dividend Policy: Its Impact on Firm Value*. Boston, Harvard Business School Press.
- Lipson, M., Maquieira, C. e Megginson, W. (1998). Dividend Initiations and Earnings Surprises. *In: Financial Management*, 27, pp. 36-45.
- Miller, M. e Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *In: Journal of Business*, 34, October, pp. 411-433.
- Miller, M. e Rock, K. (1985). Dividend Policy Under Asymmetric Information. *In: Journal of Finance*, 40, September, pp. 1031-1051.
- Ofer, A. e Siegel, D. (1987). Corporate Financial Policy, Information and Market Expectations: An Empirical Investigation of Dividends. *In: Journal of Finance*, 42, September, pp. 889-911.
- Pacheco, L. P. K. (1999). *O Estado da Arte em Política de Dividendos*. Porto, Associação da Bolsa de Derivados do Porto.
- Pettit, R. (1972). Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency. *In: Journal of Finance*, 27, December, pp. 993-1008.
- Pettit, R. (1976). The Impact of Dividends and Earnings Announcements: A Reconciliation. *In: Journal of Business*, 49, January, pp. 86-96.
- Regnier, P. (2001). Germany Slows, but BMW Accelerates. *In: Time*, n° 33, August, p. 14.

## [ NOTAS DE FIM ]

<sup>1</sup> Da empresa de corretagem Schroder Salomon Smith Barney.