



Universidade do Minho
Escola de Economia e Gestão

Café, Alexandra Myrielle

**O impacto de anúncios de dividendos no valor das
ações das empresas da Zona Euro**

Dissertação de Mestrado
Mestrado em Estudos de Gestão

Trabalho realizado sob a orientação da
**Professora Doutora Benilde Maria Nascimento
Oliveira**

A Deus, meu amparo, protetor, pai e amigo, que sempre está comigo e que tornou possível este trabalho. À minha orientadora, Prof. Doutora Benilde Maria Nascimento Oliveira, que, mesmo não sendo eu estudante de finanças, me aceitou prontamente como sua orientanda. Pela orientação e disponibilidade que me ofereceu para a elaboração do trabalho, o meu muito obrigado. Ao Prof. Doutor Gilberto Ramos Loureiro, que sem hesitar se prontificou a ajudar-me com o software de estimação dos resultados e que me alertou sobre questões relevantes a ter em atenção. Aos heróis da minha vida, o meu pai Alexandre Café, e minha mãe, Filomena Café, que tudo fazem para o meu melhor e têm sempre uma palavra encorajadora nos momentos mais difíceis da minha vida. Às minhas irmãs e melhores amigas, "manuscas e maninhas", que muita força e apoio me deram nesta caminhada e estiveram sempre disponíveis para me ajudar. Ao Katú, meu irmãozinho, que com paciência e repleto de carinho para me dar, esteve sempre do outro lado do continente a fazer-me companhia pelo skype. Ao Manuel Bamba, "My Angel" e noivo enviado por Deus, que incondicionalmente sempre me deu forças para não desanimar e chegar até à meta final do objetivo. Ao Dalvim e ao Chia, que me ajudaram no processo de recolha de dados. A todos aqueles que, direta ou indiretamente, me apoiaram para a concretização desse projeto, os meus sinceros agradecimentos

O presente trabalho tem como objetivo analisar o impacto do anúncio de dividendos no valor das ações das empresas, usando a metodologia de estudos de evento de curto prazo. A análise recai sobre 16 países da Zona Euro. Para além de ser realizada uma análise global, agrupando todos os países em função da tipologia dos anúncios de dividendos, nomeadamente anúncios de aumentos, de diminuição e constantes, realizou-se adicionalmente uma análise comparativa dos mesmos países agregados em dois grupos, em função do Produto Interno Bruto (PIB). O teste t, o teste de rank e o teste de sinal, foram os testes realizados e aplicados a uma amostra total de 1818 anúncios de aumentos, 439 anúncios constantes e 588 anúncios de diminuição; sendo adicionalmente aplicadas regressões adicionais sobre CAAR. Apesar de para os testes estatísticos os anúncios de aumentos apresentarem resultados mais consistentes, em geral, os resultados quer para a análise global quer para a análise comparativa, permitem inferir a existência de um impacto dos anúncios de dividendos no valor das ações para os três tipos de anúncio. Os resultados do trabalho podem ser sustentados, em parte, pela teoria de sinalização e por outro, pela teoria de catering.

The present work has the purpose to analyze the impact of the dividends announcement in the value of the companies' shares using the event study methodology of short term. The analysis falls again on 16 countries of "Zona Euro". A global analysis will be carried through grouping all the countries in function of the typology of the announcements (dividend announcements of increases, reduction or null); and other comparative analysis will be carried between the same ones in function of the Gross Domestic Product (GDP). The t-test, the rank test and the sign test, had been the tests carried through and applied to a total sample of 1818 announcements of increases, 439 constant announcements and 588 announcements of decreases; additionally applied regressions on CAAR. Although for the statistical tests, the announcements of increases present results more consistent, in generally, the results for the two analyses allow to infer the existence of an impact of the dividend announcements in the value of the shares for the three announcements type. The results of this work can be supported by the theory and another one for the catering theory.

ACABAR

AR- Abnormal Return

AAR- Average Abnormal Return

CAAR- Cumulative Average Abnormal Return

PIB- Produto Interno Bruto

REIT- Real Estate Investment Trust

PSI20- Portuguese Stock Index

CAC40- Cotation Assistée en Continu

BEL20- Brussels Stock Exchange

LUX - Luxembourg Stock Exchange
ATX - Austrian Traded Index
DAX - Deutscher Aktien Index
IBEX35 - Iberia Index
MSE - Malta Stock Exchange
FTSE ATHEX 20 - Athens Stock Exchange Large Cap Index
AEX - Amsterdam Exchange Index
OMXT - Estonian Stock Exchange
FTSE MIB - Milano Italia Borsa
ISEQ 20- Irish Stock Exchange
CySE 20 - Cyprus Stock Exchange
SAX - Bratislava Stock Exchange
SBITOP - Slovenia Stock Market
HEX 25 - Helsinki Stock Exchange

Introdução Vários são os estudos sobre teorias que analisam a importância da política de dividendos para os investidores, bem como aqueles que analisam o impacto do anúncio de dividendos no preço das ações. Estamos perante duas áreas de investigação que se relacionam entre si, de facto, já que o impacto dos anúncios de dividendos sobre o preço das ações pode ser sustentado por inúmeras teorias sobre a relevância ou não da política de dividendos para os investidores ou acionistas. Em geral, na relação existente entre os dois campos de investigação, são duas as abordagens defendidas: os dividendos comportam pouca informação potencial para o mercado, portanto não são capazes de causar reação anormal significativa no valor das ações quando são anunciados ao público; e que os participantes do mercado fazem uso considerável da informação implícita na distribuição de dividendos, resultando dessa forma em reações perante anúncios com alterações de dividendos. Muitos gestores usam anúncios de dividendos para sinalizar mudanças de expectativas sobre perspectivas futuras da empresa. Pela teoria da sinalização, os gestores usam os anúncios de dividendos para sinalizar a saúde atual e futura da empresa, sendo que o mercado interpreta anúncios com alterações positivas como sendo um bom indicador e anúncios com alterações negativas como um indicador menos saudável sobre os fluxos de caixa futuros. Contudo, esta forma de transmitir informação ao mercado resulta até certo ponto porque há que se considerar o pormenor de que o mercado não é feito apenas de um circuito económico e financeiro combinado como tal, mas igualmente de um grande leque de agentes económicos de essência humana, que faz funcionar todo o circuito e que, por sua vez, é dotado de razão, sentimentos e indecisões. Desta feita, não só a sinalização consegue argumentar a hipótese do impacto dos anúncios de dividendos sobre o valor das ações das empresas, mas muitas outras teorias, como a teoria de catering ou a teoria do efeito comportamental, que consideram sentimentos e comportamentos do investidor. Neste âmbito, são vários os argumentos de sustentação dos resultados dos vários estudos de eventos realizados na literatura financeira sobre o impacto dos anúncios de dividendos, facto que faz com que não exista até hoje uma única abordagem para a temática. Em parte, pode notar-se que um dos aspetos que muito contribui para a existência de várias abordagens numa só temática é a questão da especificidade dos setores empresariais, o nível de desenvolvimento dos países analisados e até mesmo o período de análise em causa. Posto isto, no capítulo 2 do presente estudo, será apresentada e discutida a revisão de literatura. Numa primeira parte do capítulo (secção 2.1.), serão resumidas e discutidas as várias teorias sobre a política de dividendos e, de seguida (na secção 2.2), tratar-se-á das questões mais diretamente relacionadas com o impacto do anúncio de dividendos. O capítulo 3 é dedicado à apresentação da metodologia e descrição dos dados utilizados. No capítulo 4 serão apresentados e discutidos os resultados da análise empírica, quer a nível global (para o conjunto de todos os países estudados), quer a nível dos dois subgrupos de países analisados (definidos em função do nível do Produto Interno Bruto).

Revisão da Literatura São vários os estudos realizados sobre a presente temática na literatura financeira. Considerando que os anúncios de dividendos como tal emergem em torno da política de dividen-

dos adotada por cada empresa, torna-se interessante fazer, antes de mais, uma abordagem geral sobre as teorias que tratam da relevância da política de dividendos no comportamento das ações das empresas. Para Brealey et al. (2007), os vários estudos podem ser divididos em três grupos: o grupo dos que defendem que um aumento nos dividendos aumenta o valor da empresa — os da Direita; o grupo mais radical que defende que um aumento nos dividendos diminui o valor da empresa — os da Esquerda; e os que defendem que a política de dividendos não tem qualquer relevância — os do Centro. Lintner (1956) apresenta diversas razões que levam as empresas a definir determinados níveis de dividendos:

pelos objetivos de longo prazo para o rácio de distribuição de lucros em dividendos, sendo que empresas maduras e estáveis procuram distribuir elevados lucros, ao contrário de empresas em crescimento, que procuram distribuir baixos dividendos;

em função da variação dos dividendos referente aos exercícios anteriores e não em função do valor absoluto dos mesmos;

para acautelar a possível incapacidade de sustentar a alteração de aumento na política de dividendos; aquando da existência de dinheiro acumulado ou tendo a intenção de reestruturar o capital, a empresa pode optar por recompra de ações com o intuito de substituir as ações por endividamento.

Este último ponto, que corresponde à recompra de ações, constitui igualmente uma forma de distribuição de lucros. Visto que não substituem os dividendos e que os efeitos que causam sobre o preço das ações são muito particulares em comparação com os efeitos causados pelos dividendos, tal temática não será alvo de análise neste trabalho. De facto, um anúncio de recompra de ações não pressupõe o compromisso de ganhar e distribuir mais dinheiro no longo prazo por parte da empresa.

Teorias Explicativas

Teoria da Relevância da Política de Dividendos — Direita

Teoria do Pássaro na Mão/Teoria da Sinalização

Defendendo que o aumento dos dividendos aumenta o valor das ações, Lintner (1956) e Gordon (1959) argumentam que os investidores conferem grande importância ao dividend yield, sendo que preferem dividendos relativamente aos ganhos de capital, reagindo assim positivamente aos primeiros.

Neste sentido, dentro da abordagem da teoria do "pássaro na mão", os mesmos autores sustentam que os investidores exigem uma rentabilidade maior às empresas com dividendos mais baixos (maior custo de capital), uma vez que eles passam a ter menos certeza dos futuros ganhos de capital; dessa forma, preferem receber um dividendo certo hoje, do que esperar por um futuro fluxo de caixa incerto; por outras palavras, "mais vale um pássaro na mão, que dois a voar".

Dentro da teoria da "sinalização", e num contexto de assimetria de informação, Lintner (1956), Black (1976), Asquith e Mullins (1983), Canina (1999) e Suwanna (2012) evidenciam que o anúncio de dividendos constitui um meio de veicular ao mercado informação sobre a "saúde" futura da empresa, ou seja, é uma forma de comunicar ao mercado quais as perspetivas dos fluxos de caixa líquidos futuros da empresa, o que leva a uma relação positiva entre o anúncio do aumento dos dividendos e o preço das ações. Tal perceção do mercado sobre a projeção dos resultados da empresa é entendida essencialmente como sendo de longo prazo. Numa outra linha de pensamento, Bhattacharya (1979), John e Williams (1985) e Amihud e Murgía (1997) argumentam que o dividendo apenas constitui um meio informativo das expectativas futuras da empresa se o imposto sobre os dividendos for maior do que o imposto sobre ganhos de capital, constituindo assim condição necessária para a existência do fenómeno da sinalização.

Teoria do Efeito Clientela e Teoria de Agência

Sugerido por Modigliani e Miller (1961), em contextos com imposto, cada investidor é atraído por empresas específicas, em função das preferências que tem sobre as políticas adotadas (efeito clientela). As empresas atuam em função dessas preferências, relacionadas com o nível de imposto, a política de dividendos ou quaisquer alterações que tenham influência sobre a empresa. Scholz (1992) e Korkeamäki et al. (2010), nos seus trabalhos, apontam evidências sobre o efeito clientela. O primeiro atesta que os investidores são sensíveis às taxas de imposto na escolha de carteiras de rendimentos de dividendos; e os últimos argumentam que, em 2004, empresas finlandesas, perante a uma grande reforma tributária,

alteraram as suas políticas de dividendos com base na mudança dos incentivos fiscais dos seus acionistas majoritários. Outra abordagem que procura explicar razões que levam os acionistas a desejar determinados níveis de dividendos é a da teoria de "Agência". Esta defende que a política de dividendos tem a capacidade de ser um mecanismo de eliminação ou redução de custos de agência. Black (1976), Jensen e Mecling (1976) e Easterbrook (1984) sustentam que o pagamento de dividendos diminui o conflito de interesses entre o gestor, os acionistas e os credores, por isso o pagamento de dividendos altera positivamente o preço das ações. Ainda considerando a teoria do Free Cash Flows, e olhando para a hipótese do fluxo de caixa como determinante do investimento, Jensen (1986) sustenta que, por existir a tendência dos fluxos de caixa livre serem investidos a taxas inferiores ao custo de capital ou usados para a satisfação de interesses pessoais por parte dos gestores, níveis mais elevados de dividendos ou aumentos de dividendos implicam menor fluxo de caixa livre, que, por conseguinte, leva a menores níveis de má utilização dos mesmos, o que estimula uma política de investimento mais escrupulosa e preocupada em acrescentar valor para os acionistas.

Teoria Radical de Política de Dividendos - Esquerda

Teoria da Preferência Fiscal

Como já referido acima, o grupo da esquerda defende que um aumento na política de dividendos diminui o valor das ações. Litzenger e Ramaswamy (1979), dando sequência aos estudos de Brennan (1970), argumentam que, quando os impostos sobre dividendos são mais altos que os impostos sobre ganhos de capital, os investidores preferem que a empresa pague dividendos cada vez mais baixos, convertendo desta forma dividendos em ganhos de capital. Para este grupo, as empresas devem reduzir o nível de dividendos pelo menos até ao ponto em que seja desnecessária a emissão de novas ações para o pagamento de dividendos, para que, por um lado, possam poupar impostos sobre os acionistas e, por outro lado, possam evitar os custos de emissão de ações. Segundo Brigham e Daves (2007), existem dois pontos essenciais que fazem com que a tributação sobre os ganhos de capital seja mais favorável que o rendimento dos impostos. O primeiro é o valor temporal do dinheiro. Isto é, ainda que os impostos sejam iguais, a unidade monetária paga hoje pelo imposto sobre dividendos é mais cara do que a unidade paga no longo prazo de imposto sobre os ganhos de capital; e o segundo ponto consiste na possibilidade de fuga ao fisco por parte de herdeiros ou beneficiários aquando da morte do detentor da ação. Resumindo, para este grupo, os investidores preferem os ganhos de capital em detrimento dos dividendos, devido à menor carga fiscal que irão suportar em ganhos de capital, e assim poupar impostos adicionais.

Teoria da Irrelevância da Política de Dividendos — Centro Modigliani e Miller (1961), num contexto de mercado eficiente e na ausência de impostos, defendem que é irrelevante a política de dividendos. Ela não tem efeitos significativos sobre o valor da empresa, pois este é determinado unicamente pelo rendimento produzido pelos ativos da empresa. A intenção de uma empresa aumentar os dividendos, tendo já as suas políticas de financiamento e endividamento fixas, pode ser feita através da transferência de valores dos antigos acionistas para os novos através do lançamento e venda de novas ações (Brealey et al. (2007). Tendo em conta os custos a serem suportados pelos antigos acionistas por perda de capital (num contexto de mercado eficiente e isento de impostos), os mesmos acabam por ter duas vias de obtenção de liquidez: a compensação pela opção do aumento dos dividendos ou pela opção de vender as suas ações. Desta forma, o valor da empresa mantém-se inalterável, visto que os investidores não dependem dos dividendos para obter liquidez. Contudo, analisando a conjuntura muito específica de Omã, nomeadamente sem impostos sobre dividendos/ganhos de capital, alta concentração de propriedade de ações, baixa transparência corporativa e alteração frequente de dividendos (algumas características apontadas por Modigliani e Miller, 1961); Al-Yahyaee et.al (2011)) atestam resultados que contrariam esta teoria da irrelevância dos dividendos e igualmente a teoria defendida mais acima, relativa ao efeito fiscal como condição necessária para a existência da sinalização. Nestes moldes, para além destes três grupos, existem ainda outros argumentos acerca dos critérios e motivos de suporte utilizados pelas empresas para determinar níveis de dividendos.

Outras Abordagens Brigham e Daves (2007) argumentam que os gestores, ao decidirem o nível de div-

idend payout, devem ter como objetivo principal a maximização do valor dos acionistas, pois, sendo os fluxos de caixa libertos pertencentes a estes, não devem ser retidos, a menos que sejam reinvestidos em projetos com rendibilidades superiores às rendibilidades das oportunidades de negócio de risco semelhante. Consideram assim quatro fatores determinantes do nível ótimo de distribuição de resultados: a) preferência dos investidores relativamente a dividendos versus ganhos de capital, b) oportunidades de investimento das empresas, c) estrutura de capital desejada e d) disponibilidade e o custo de capital externo. Os três últimos estão ligados à teoria residual de dividendos.

Teoria Residual

A Teoria Residual de dividendos defende que os dividendos constituem o montante excedente dos lucros retidos e investidos em projetos geradores de valor. Havendo oportunidades de investimento com rendibilidades superiores à taxa exigida pelos acionistas, o melhor seria reinvestir o montante necessário em projetos com Valor Atual Líquido (VAL) positivo e distribuir o restante em forma de dividendos, de modo a gerar maior valor para os acionistas. As empresas com políticas baseadas nesta teoria influenciam de alguma maneira a política de dividendos, porque o nível de dividendo a ser distribuído dependerá sempre, de alguma forma, do montante necessário para se investir ou não em novos projetos

Teoria do Efeito Comportamental

Shefrin and Statman (1984), apoiando-se em duas teorias comportamentais, nomeadamente "Teoria da Autodisciplina", de Thaler and Shefrin (1981), e "Teoria do Arrependimento", de Kahneman and Tversky (1979), buscam explicar o porquê de muitos investidores terem forte preferência por dividendos. Shefrin and Statman (1984) afirmam que os investidores preferem dividendos porque buscam autodisciplinar a constituição da sua poupança e evitar o arrependimento diante de escolhas efetuadas. Isto é, na teoria de arrependimento o agente económico pondera entre a escolha da opção do resultado certo, com menor rendibilidade (sobrevalorizando-os), e a escolha de opção de resultado incerto, com maior rendibilidade futura (subvalorizando-os), de maneira a evitar arrependimentos; e na teoria da autodisciplina, as pessoas, tendo dentro delas um conflito entre consumir e poupar, procuram adotar regras de autodisciplina. Por outras palavras, pela busca de uma autodisciplina — poupar o capital e consumir os dividendos —, e procurando evitar um arrependimento futuro diante da escolha de fluxos de caixa futuros (de rendibilidade incerta), muitos investidores, mesmo na presença de impostos sobre dividendos, mostram-se dispostos a assumir este custo via efeito fiscal para receber dividendos. Dessa forma dispõem-se a pagar um prémio por estes

Teoria de Catering

Numa mesma base comportamental, Baker and Wurgler (2004a) argumentam que a propensão de pagamento de dividendos é impulsionada pela procura, por parte dos investidores, de ações pagadoras de dividendo. Os mesmos autores (Baker and Wurgler 2004b), dando continuidade ao estudo, defendem que a decisão de pagar ou não dividendos por parte das empresas depende de um prémio que representa o sentimento dos investidores em relação aos dividendos pagos. Ou seja, considerando os limites de arbitragem, quando os investidores colocam o preço das ações pagadoras de dividendos relativamente alto, as empresas estão mais dispostas a pagar dividendos, e quando colocam a preços relativamente baixos (a desconto), as empresas estão menos dispostas a pagar dividendos (o prémio de dividendo, que reflete o sentimento do investidor, traduz-se pela diferença entre o preço atual das ações pagadoras de dividendos e o preço das não pagadoras). Desta feita, considerando que uma das grandes preocupações dos gestores recai sobre o nível de variação do dividendo e não propriamente sobre o seu valor absoluto (Lintner 1956), e que a reivindicação dos investidores por dividendos aumenta em função do prémio de dividendo, Li and Lie (2006) criticam pontos específicos no estudo de Baker and Wurgler (2004a), nomeadamente o facto de o estudo não conseguir explicar o porquê das empresas mudarem os seus níveis de dividendos e o facto de não conseguirem espelhar a relação entre o prémio de dividendos e a reação do mercado associada ao anúncio. Assim, aprofundando a análise, concluíram que tanto a probabilidade de diminuições e aumentos de dividendos e a própria magnitude das mudanças de dividendos estão relacionadas com o prémio de dividendo. Por outras palavras, a probabilidade de uma empresa

diminuir o seu nível de dividendos é maior quando o prémio é baixo e assim a reação do mercado é mais favorável; e a probabilidade de aumentar o nível de dividendos é maior quando o prémio é elevado e, consequentemente, a reação do mercado é favorável. Quanto à magnitude das mudanças, quando o prémio é baixo, a magnitude de reduções de dividendos é maior, e quando o prémio é alto, a magnitude de aumentos de dividendos é maior. De facto, as empresas ou os gestores levam realmente em conta as variações da procura dos investidores, baseada nas decisões de dividendos, aspeto que tende a inflacionar as ações, sendo que as empresas que ignoram esta procura são penalizadas através de uma cotação relativamente baixa.

Teoria do Ciclo de Vida

Em perspetivas diferentes, Fama and Fench (2001), DeAngelo et al.(2006) e Denis and Osobov (2008) sustentam que a propensão de pagar dividendos é afetada pelo tamanho da empresa, rendibilidade, oportunidades de crescimento e ganhos ou contribuições do mix de capital. Grandes empresas com maiores rendibilidades e maiores ganhos/contribuições do mix de capital são mais propensas a pagar dividendos, sendo que empresas com maiores oportunidades de crescimento são menos propensas a pagar. Simplificando, a teoria do ciclo de vida defende que a tendência de pagar dividendos é maior em grandes empresas, mais maduras, com menos oportunidades de crescimento e com elevada proporção de lucros retidos em relação ao capital próprio total. Combinando a teoria do ciclo de vida com a teoria de agência e analisando o mix de capital, DeAngelo et al.(2006) argumentam que, pelo facto de existirem algumas empresas a pagar dividendos ainda na sua fase inicial do ciclo de vida, e igualmente grandes empresas e maduras a fazerem o mesmo, embora os investidores tenham muitas fontes de informação sobre empresas de destaque, é necessário questionar o fundamento da teoria da sinalização (crítica igualmente feita por Denis and Osobov, 2008).

Fundamentos sobre o Impacto dos Anúncios sobre o Preço das Ações Com exceção da segunda razão explicativa, Denis et al. (1994) concordam com os vários autores da literatura financeira quando estes argumentam que potenciais causas da associação positiva existente entre anúncios com alterações nos dividendos e a variação no preço das ações podem ser explicadas pelos seguintes fatores:

Transmissão de informação sobre os fluxos de caixa da empresa (sinalização);

Transmissão de informação sobre investimentos futuros da empresa;

Efeito clientela dos dividendos.

Informação sobre Fluxos de Caixa Atuais e/ou Futuros Denis et al., (1994), considerando a sinalização segundo a hipótese do fluxo de caixa (mudança de dividendos fornece informações sobre os fluxos de caixa atuais e/ou futuros) e apoiando-se no estudo de Christie (1987), afirmam que, pelo facto das alterações no valor do capital da empresa em função dos anúncios serem diretamente proporcionais ao valor do dividendo inesperado, tal implica que as rendibilidades anormais serão função das alterações inesperadas no dividendo por ação, deflacionados pelo preço das ações da empresa no mercado. Desta forma, em média, anúncios com notícias de aumentos de dividendos serão respondidos com rendibilidades anormais positivas no preço das ações e anúncios com notícias de diminuições de dividendos serão respondidos com rendibilidades anormais negativas. A magnitude da resposta do preço das ações será positivamente relacionada com a grandeza da alteração dos dividendos em relação ao valor do capital da empresa. Convergindo com os últimos autores, Yoon and Starks (1995), analisando uma amostra de 3.748 anúncios de aumento de dividendos e 431 anúncios de diminuição de dividendos regulares trimestrais de ações dos Estados Unidos de América (E.U.A), concluíram que a reação do preço das ações para anúncios de grandes mudanças de dividendos (pelo menos até 10) corresponde com as previsões da hipótese da sinalização do fluxo de caixa. Assim, anúncios de aumentos/diminuições de dividendos levam analistas a rever as suas previsões de resultados atuais. No entanto, estas conclusões vão contra as conclusões de Lang and Litzenberger (1989), que, apoiando-se na hipótese do fluxo de caixa livre, afirma que a mudança de dividendo fornece informações sobre mudanças no uso indevido dos fluxos de caixa pelos gestores e não informações sobre os fluxos de caixa atuais e/ou futuros. Ademais, os resultados de Yoon and Starks (1995) são em parte consistentes com os de Nguyen and Wang (2013), que, em contexto

chinês, atestam a existência de sinalização na mudança de dividendos, mas não atestam que os analistas revêm as suas previsões após os anúncios, nem atestam de forma clara se a resposta do mercado está associada à sinalização do desempenho futuro das empresas. Paralelamente, Andrés et al. (2013), em contexto alemão, evidenciam reações significativas no preço das ações após os anúncios de dividendos, apoiando-se na sinalização da hipótese do fluxo de caixa, concluindo, desta feita, que as reações dos preços das ações não se dão pelas mudanças de dividendos por si só, mas sim pelas surpresas existentes nos anúncios.

Transmissão de Informação sobre Investimentos Futuros da empresa Numa abordagem diferente da sinalização, Lang and Litzenberger (1989), recorrendo à hipótese do sobreinvestimento de Jensen (1986), apontam que as reações dos preços nos mercados perante as mudanças de dividendos dão-se por influência da informação que é veiculada sobre o uso dos fluxos de caixa livre por parte dos gestores. O aumento de dividendos de uma empresa com dificuldades de fluxo de caixa livre sinaliza ao mercado uma redução do nível de recursos utilizados ineficientemente, o que conduz ao aumento do valor das ações. A diminuição de dividendos da mesma provoca a diminuição do valor das ações, porque sinaliza ao mercado que projetos com VAL negativo serão realizados e/ou que os recursos serão utilizados de forma ineficiente. No entanto, estas conclusões são contrárias às conclusões de Denis et al. (1994), e igualmente às de de Yoon and Starks (1995), que, nas suas análises, não encontraram resultados suficientes para atestar a hipótese do sobreinvestimento como explicação predominante do conteúdo da informação que é transmitida em torno de anúncios de dividendos. Contudo, apesar de não encontrarem estas evidências, os mesmos concordam que anúncios de dividendos transmitem de alguma forma informação sobre a política de investimento da empresa.

Preferência dos Acionistas Bajaj and Vijh (1990) apontam o efeito clientela de dividendos como aspeto que pode explicar parcialmente as reações dos preços das ações em torno de anúncios de mudança de dividendos, isto através do dividend yield. De facto, as reações dos preços das ações são influenciadas pelas preferências de rendimento marginal (dividendo por ação) dos investidores em ações das empresas em causa. Investidores em empresas com rendimento baixo e menos amantes de dividendos irão reagir negativamente ao aumento de dividendos, enquanto os investidores em empresas com rendimentos altos e que dão mais valor aos dividendos irão reagir positivamente ao aumento de dividendo. Assim, a satisfação do acionista quanto à política de dividendos adotada pela empresa depende essencialmente da preferência sobre o nível de rendibilidade desejada. Se for um acionista do estilo aforrador, terá preferência por empresas que tenham baixos níveis de dividend payout; se for um acionista que necessita de liquidez imediata terá preferência por empresas que tenham altos níveis de dividend payout; se for do estilo investidor de longo prazo terá preferência por empresas que reinvestam os lucros em novas oportunidades de negócio. Esta questão estabelece certa ligação com a análise de Canina (1999), quanto ao facto de os investidores desejarem o pagamento de dividendos em função dos ativos que possuem. A alteração sobre a política de dividendos pode implicar a saída daqueles acionistas cujas preferências não vão de encontro às alterações realizadas, bem como a atração de novos acionistas que se identifiquem com as mudanças realizadas. Em função desta, podem registarse descidas ou subidas no preço das ações devido às diversas perceções que os diferentes acionistas possam ter. Canina (1999), focando-se em diferentes impactos que o anúncio pode causar em três diferentes ativos — Scores, Prime e Stocks —, evidenciam que os investidores percebem o anúncio de alteração dos dividendos tanto numa perspetiva de curto como de longo prazos (mista), isto dependendo do ativo que detêm. Os scores são reivindicados no longo prazo por serem opções de compra com uma data de vencimento de 5 anos, os prime são reivindicados no curto prazo e os stocks têm duas reivindicações de curto e de longo prazos. Assim, quando o mercado perceciona o aumento de dividendos como informação de longo prazo, o preço dos três ativos aumenta; e por outro, o anúncio do aumento do stock e do prime, mantendo constante o scores, é entendido pelo mercado como sendo informação de curto prazo.

O Anúncio de Dividendos Como já referido anteriormente, vários são os estudos sobre o impacto do anúncio de dividendos no preço das ações na literatura financeira. Todavia, controvérsias nos estu-

dos continuam a surgir, pois, segundo Glen et al. (1995), o próprio comportamento das empresas e dos países vai variando ao longo do tempo, principalmente entre mercados desenvolvidos e mercados de capitais emergentes. Vieira (2011), com o objetivo de analisar o efeito do sentimento dos investidores na reação do mercado face aos anúncios de mudança de dividendos, focou-se em três países europeus, nomeadamente Reino Unido, França e Portugal. Contudo, apesar dos três serem mercados europeus, esta encontrou evidências diferentes para cada um deles. Para o Reino Unido, os resultados mostraram que a reação positiva do preço das ações face aos anúncios de aumentos é mais sensível quanto maior for o sentimento dos investidores. Por outro lado, para a França, os resultados apontaram que o mercado francês reage mais a notícias de diminuição de dividendos, sendo que a reação negativa em torno de anúncios de diminuição é menos sensível quanto maior for o sentimento. Finalmente, para o mercado português, não foram encontradas evidências de que o sentimento dos investidores influenciasse a reação do mercado face ao anúncio de mudanças de dividendos. Chen et al. (2009) argumentaram que o efeito dos anúncios de dividendos e a atitude dos investidores face a mudança de dividendos podem mudar no tempo. No seu estudo realizado em contexto chinês, apesar de constatar resultados semelhantes para todas as empresas da amostra, encontraram resultados distintos nos diferentes períodos. Para o período compreendido entre 2000-2004, os resultados apontam a existência de influência positiva dos anúncios de mudança de dividendos sobre o preço das ações e sustentam em parte a hipótese de sinalização; em 1999 os investidores reagem com pessimismo perante os aumentos de dividendos e com otimismo perante diminuições de dividendos. Contudo, a explicação desta mudança de atitude pode estar ligada à publicação e execução de duas regras administrativas que foram anunciadas em 2001. Desta forma, o aumento da proporção de pagamento de dividendos em dinheiro por parte das empresas, já depois do anúncio de tais regras administrativas, tornou o dividendo uma importante fonte de rendimento. Trabalhos recentes de Dasilas and Levintis (2011) e Al-Yahyaee et.al (2011), apesar de realizados em mercados diferentes, Grécia e Omã respetivamente, apontam resultados idênticos, com características semelhantes como: a inexistência de imposto sobre dividendos e ganhos de capital e a presença de uma alta concentração de propriedade; ambos os estudos demonstram que anúncios de aumentos de dividendos induzem a reações positivas significativas sobre o preço das ações e que anúncios de diminuições induzem a reações negativas sobre o preço das ações. Por outro lado, os seus resultados diferenciam-se aquando da análise sobre anúncios de dividendos inalterados. Para o mercado grego, os autores constatarem que, para dividendos constantes, mantêm-se inalterados os preços das ações, enquanto que, para o mercado de Omã, as empresas que mantêm constantes os dividendos experimentam rendibilidades negativas, embora insignificantes. Ainda Suwanna (2012), ao analisar a reação do preço das ações na Bolsa de Valores da Tailândia, face ao anúncio dos dividendos, observou que, dois dias após o anúncio de aumento de dividendos, começavam-se a registar rendibilidades anormais positivas, sendo que a rendibilidade anormal acumulada era tendencialmente crescente no período pós-anúncio. É vasto o grupo dos que defendem o impacto significativo do anúncio de dividendos no preço das ações, como Petit (1972), Aharony, and Swary (1980), Kwan (1981), Ariff and Finn (1989), Aamir and Shah (2011), entre outros. E nos muitos estudos, por vezes surgem pequenas abordagens adicionais que contribuem para o aperfeiçoamento dos mesmos sobre a temática e/ou aumentam a dimensão da controvérsia existente, como Chen et.al (2009), que argumentam que empresas com alto dividend yield tendem a experimentar mais rendibilidades anormais positivas, ou como Al-Shattarat et al. (2012), que apontam que a reação positiva do mercado face aos anúncios não é propriamente devido às mudanças, mas sim em função de anúncios de lançamento de dividendos. Já Andrés et al. (2013) atestam que as reações dos preços das ações não se dão pelas mudanças de dividendos por si só, mas sim pelas surpresas existentes nos anúncios.

Anúncios de Dividendos em Contexto de Crise Existem alguns estudos realizados sobre a temática em causa em contextos de crise de liquidez. Destas análises focam-se os estudos de Akron (2011) e de Case et al. (2012). Akron (2011), analisando uma amostra de 209 anúncios de empresas cotadas na bolsa de Tel Aviv, para o período compreendido entre 2001-2007, observou que a reação do mercado no primeiro

dia do anúncio de dividendos e a sua volatilidade foram significativamente positivas e mais fortes no período da crise, em comparação com os períodos de estabilidade ou crescimento económico. Considerando os resultados apoiados na hipótese de sinalização, o autor concluiu que a crise empresarial ou o ciclo de negócio são parâmetros críticos para a interpretação dos investidores sobre anúncios de dividendos, pois, em tempos de crise, os anúncios de dividendos são vistos como um sinal de confiança sobre a rentabilidade da empresa e, como consequência, geram uma reação mais forte; em períodos de boom ou estabilidade económica os anúncios de dividendos são menos informativos porque a maioria das empresas é rentável. Adicionalmente, Case et al. (2012) analisaram o período da crise financeira de 2008-2009 em que o valor de mercado de muitos Fundos de Investimento Imobiliário (REIT's) diminuiu drasticamente e a procura de dividendos dos investidores foi notavelmente inferior, dadas as preocupações dos mesmos sobre futuras operações e o risco de falência. Com o objetivo de ajustar os dividendos dos REIT's afetados, os gestores diminuíram os mesmos, de modo a reduzir o risco de continuidade durante este período extraordinário. Contudo, apesar deste ajustamento, em torno dos anúncios de corte ou suspensão de dividendos registaram-se rendibilidades acumuladas positivas. Dessa forma, os autores concluíram que os resultados apoiam a teoria de catering, pois os anúncios de diminuição de dividendos de REIT transmitiram novas informações sobre a situação financeira das empresas e a capacidade de resistirem ao choque exógeno.

Metodologia e Dados Neste capítulo apresentar-se-ão a amostra do trabalho, as variáveis utilizadas, a metodologia a ser seguida, a hipótese a testar, bem como os testes estatísticos a serem aplicados.

Metodologia Neste trabalho será seguida a metodologia de estudo de evento de curto prazo¹ exposta por Mackinlay (1997); e seguida por Gurgul et. al (2003), Capstaff et.al (2004) e Suwanna (2012) A metodologia de estudo de evento permitirá medir a performance normal dos preços das ações na ausência do evento e, por conseguinte, a performance anormal em torno da data em que ocorre o evento². Assim, em função de testes estatísticos realizados sobre as medidas de performance anormal, poder-se-á inferir ou não a existência de um impacto do evento em causa sobre o preço das ações. Opta-se pelo método de curto prazo, de modo a potenciar a capacidade dos parâmetros de estimação captarem o efeito dos anúncios de dividendos sobre o preço das ações, visto que o comportamento reativo dos preços se revela tendencialmente rápido e quase instantâneo. Por outro lado, quanto mais reduzidos forem os períodos de tempo em torno do evento, maior será a consistência dos resultados à medida que se diminui o risco de inclusão de eventos de natureza diferente ocorridos nas proximidades da data do evento em causa, aspeto que poderia enviesar a análise. Diferentes modelos estatísticos e económicos dão suporte à mensuração da performance dos preços, ou seja, existem diferentes abordagens que servem de base para o cálculo das rendibilidades. Neste trabalho, para o cálculo das rendibilidades será utilizado o modelo de mercado, que é um dos mais utilizados na literatura financeira para o estudo de eventos. Para além de ser bastante utilizado, o mesmo comporta ainda alguma vantagem sobre outros modelos em função dos pressupostos que assume e das características dos dados a considerar. O modelo de mercado estabelece uma relação linear entre a rentabilidade da ação e a rentabilidade do mercado, considera o risco específico de cada empresa³ e elimina a parcela da rentabilidade relacionada com a variação da rentabilidade de mercado⁴, o que se traduz na redução da variância da rentabilidade anormal, que, por conseguinte, aumenta a capacidade do modelo detetar efeitos do evento.

Definição das Variáveis Este trabalho tem como principal variável de análise a rentabilidade anormal da ação i no dia t (AR_{it}). Seguindo Mackinlay (1997), a rentabilidade anormal é determinada pela diferença entre a rentabilidade observada e a rentabilidade esperada:

Resultados Após a explanação de toda a metodologia a seguir e da amostra a considerar, passa-se de seguida a apresentar os resultados da análise empírica do trabalho. Primeiramente, serão apresentados e discutidos os resultados da análise global de todos os países de forma agregada e, em segunda instância, serão reportados e discutidos os resultados da análise comparativa dos países categorizados em dois grupos: o grupo dos países com maior dimensão económica (grupo A) e o grupo dos países de menor dimensão económica (grupo B).

Análise Global Antes da exposição dos resultados apresenta-se abaixo, nas figuras gráficas 2.1, 2.2., e 2.3., a tendência comportamental de AAR e de CAAR ao longo da janela de evento para os três tipos de anúncios

Anúncios de Aumentos de Dividendos- AAR e CAAR ao longo da janela de evento

Anúncios de Diminuição de Dividendos- AAR e CAAR ao longo da janela de evento

Anúncios de Dividendos Constantes- AAR e CAAR ao longo da janela de evento

Graficamente, pode-se observar a existência de uma tendência comportamental no dia do evento (dia 0) para os três anúncios. Para os anúncios de aumento, apesar da reação de CAAR não se mostrar continuamente positiva nos dias a seguir ao dia evento, observa-se que o pico da tendência positiva de AAR e CAAR dá-se no dia 0. Para os anúncios de diminuição, percebe-se igualmente a presença de uma forte tendência comportamental negativa a partir do dia do evento para AAR, sendo que CAAR mostra-se continuamente negativo até o dia 10. Quanto aos anúncios constantes, apesar de, em média, AAR apresentar ligeiras variações, quer positivas como negativas, de magnitude quase constante ou estável ao longo de toda a janela, a partir do dia 0 observa-se uma tendência negativa que encontra o seu pico negativo no dia 1, acompanhado igualmente por CAAR. A Tabela 4.1., abaixo, apresenta a rendibilidade média anormal (AAR) e a rendibilidade média anormal acumulada (CAAR) de cada dia da janela de evento e respetivas estatísticas t15. Como já referido acima, todos os testes estatísticos são realizados com as rendibilidades anormais já padronizadas pelo desvio padrão de AAR's pertencentes à janela de estimação, conforme as equações (7) e (8). Os resultados são apresentados com os níveis de significância de 1em geral, os comentários são realizados com a significância de 5Independentemente do tipo de anúncio (aumento, constante ou diminuição) os resultados dos testes paramétricos permitem a identificação de AAR negativos e estatisticamente significativos para o dia 1 da janela de evento. Relativamente aos CAAR apenas os anúncios positivos (aumentos) permitem a identificação de um CAAR positivo e estatisticamente significativo no dia do evento (nível de significância de 5

Rendibilidades anormais médias/acumuladas e estatística t da análise global

Aumento

Constante

Diminuição

Dia

AAR

t_test

CAAR

t_test

AAR

t_test

CAAR

t_test

AAR

t_test

CAAR

t_test

-10

0.007

0.035

0.007

0.026

0.026

0.130

0.026

0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
-9
-0.001
-0.004
0.006
0.023
0.056
0.286
0.186
0.043
0.276
0.056
0.143
0.033
-8
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
-7
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
-6
0.007
0.035
0.007
0.026

0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
-5
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
-4
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
-3
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
-2
0.007

0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
-1
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
0
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
1
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013

0.033
2
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
3
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
4
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
5
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058

0.013
0.083
0.013
0.033
6
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
7
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
8
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
9
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026

0.130
 0.026
 0.058
 0.013
 0.083
 0.013
 0.033
 10
 0.007
 0.035
 0.007
 0.026
 0.026
 0.130
 0.026
 0.058
 0.013
 0.083
 0.013
 0.033

Para a racionalização do espaço, os resultados da abordagem não-paramétrica são apresentados a seguir, na tabela 4.2., sem os respectivos AAR e CAAR, visto que estes já são apresentados na tabela 4.1

Rendibilidades anormais médias/ acumuladas e testes não-paramétricos da análise global (aumento/ constante/ diminuição)

Aumento
 Constante
 Diminuição
 AAR
 CAAR
 AAR
 CAAR
 AAR
 CAAR
 Dia
 sign
 g_rank
 sign
 g_rank
 sign
 g_rank
 sign
 g_rank
 sign
 g_rank
 sign
 g_rank
 -10
 0.007
 0.035

0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
-9
-0.001
-0.004
0.006
0.023
0.056
0.286
0.186
0.043
0.276
0.056
0.143
0.033
-8
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
-7
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033

-6
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
-5
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
-4
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
-3
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013

0.083
0.013
0.033
-2
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
-1
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
0
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
1
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130

0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
2
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
3
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
4
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
5
0.007
0.035
0.007

0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
6
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
7
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
8
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
9

0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
10
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033

Pela observação da tabela 4.2. são dois os principais resultados:

a aplicação do teste de sinal permite identificar CAAR's positivos e estatisticamente significativas nos 4 a 6 dias que antecedem o dia do evento e no próprio dia do evento (no caso dos anúncios de aumento e constantes);

a aplicação do teste de rank não permite a identificação de qualquer tipo de rendibilidade anormal, independentemente do tipo de anúncio considerado.

Aplicando-se os mesmos testes sobre janelas de evento de menor dimensão, nomeadamente, janela de evento média (-5:+5) e janela de evento curta (-2: +2) são expostos nas tabelas abaixo 4.3 e 4.4 os resultados do teste e do teste de sinal, respetivamente. Para a janela média, a estatística t apresenta resultados significativos a 5 para AAR negativo no dia 3 e CAAR's negativos nos dias 4 e 5 dos anúncios de aumentos. Nos anúncios constantes e de diminuição apresentam AAR's negativos e significativos no dia 1 e CAAR positivo e significativo no dia do evento (dia 0) para anúncios constantes. Na janela curta, o teste t apresenta resultados significativos a 5 negativos no dia 1, isto para os três tipos de anúncios; para CAAR positivo dos anúncios de aumentos no dia 0, CAAR negativo dos anúncios constantes no dia 2 e para CAAR's negativos dos anúncios de diminuição nos dias 1 e 2.

Resultados do teste t da análise global para janelas (-2:+2) e (-5:+5)

Aumento
Constante
Diminuição
Dia
AAR
t_test
CAAR
t_test

AAR
t_test
CAAR
t_test
AAR
t_test
CAAR
t_test
-5
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
-4
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
-3
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
-2
0.050

0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
-1
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
0
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
1
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038

-0.103

2

0.050

0.109

0.050

0.060

0.119

0.611

0.119

0.511

-0.038

-0.233

-0.038

-0.103

3

0.050

0.109

0.050

0.060

0.119

0.611

0.119

0.511

-0.038

-0.233

-0.038

-0.103

4

0.050

0.109

0.050

0.060

0.119

0.611

0.119

0.511

-0.038

-0.233

-0.038

-0.103

5

0.050

0.109

0.050

0.060

0.119

0.611

0.119

0.511

-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
Dia
AAR
t_test
CAAR
t_test
AAR
t_test
CAAR
t_test
AAR
t_test
CAAR
t_test
-2
0.0508
0.249
0.051
0.331
0.194
1.037
0.194
1.063
-0.022
-0.142
-0.022
-0.102
-1
0.0508
0.249
0.051
0.331
0.194
1.037
0.194
1.063
-0.022
-0.142
-0.022
-0.102
0
0.0508
0.249
0.051
0.331
0.194

1.037
 0.194
 1.063
 -0.022
 -0.142
 -0.022
 -0.102
 1
 0.0508
 0.249
 0.051
 0.331
 0.194
 1.037
 0.194
 1.063
 -0.022
 -0.142
 -0.022
 -0.102
 2
 0.0508
 0.249
 0.051
 0.331
 0.194
 1.037
 0.194
 1.063
 -0.022
 -0.142
 -0.022
 -0.102

Observando a tabela 4.4, identifica-se igualmente, como na janela de evento maior (-10: +10), que o teste de rank, não se mostrou significativo para nenhum dos anúncios em nenhum dos dias.

Resultado dos testes não-paramétricos sobre AAR e CAAR da análise global para janelas menores

Aumento
 Constante
 Diminuição
 AAR
 CAAR
 AAR
 CAAR
 AAR
 CAAR
 Dia
 sign
 grank
 sign

grank
sign
grank
sign
grank
sign
grank
sign
grank
-5
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
-4
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
-3
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
-2

0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
-1
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
0
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
1
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233

-0.038
-0.103
2
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
3
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
4
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
5
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119

0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
AAR
CAAR
AAR
CAAR
AAR
CAAR
Dia
sign
grank
sign
grank
sign
grank
sign
grank
sign
grank
sign
grank
sign
grank
-2
0.0508
0.249
0.051
0.331
0.194
1.037
0.194
1.063
-0.022
-0.142
-0.022
-0.102
-1
0.0508
0.249
0.051
0.331
0.194
1.037
0.194
1.063
-0.022
-0.142
-0.022

-0.102

0

0.0508

0.249

0.051

0.331

0.194

1.037

0.194

1.063

-0.022

-0.142

-0.022

-0.102

1

0.0508

0.249

0.051

0.331

0.194

1.037

0.194

1.063

-0.022

-0.142

-0.022

-0.102

2

0.0508

0.249

0.051

0.331

0.194

1.037

0.194

1.063

-0.022

-0.142

-0.022

-0.102

O teste de sinal apresenta-se significativo a 5% negativo nos dias 0 e 1, respetivamente, para os anúncios de aumento, quer na nos dias -3, -2 e -1 e CAAR's negativos nos dias 2, 4 e 5. Nos anúncios constantes, apresenta-se significativo a 5% positivo no dia 3 da janela média e para CAAR negativo no dia 1 da janela curta. Nos anúncios de diminuição, AAR apresenta-se significativo para AAR positivo e negativo nos dias -3 e 1, respetivamente, para a janela média e para AAR negativo no dia 1, no caso da janela curta; e para CAAR negativos nos dias -4 e -1 e CAAR's positivos nos dias -3, -2, 3 e 0 para a janela média e para CAAR's negativos nos dias 1 e 2 da janela curta. Apesar dos resultados do teste t e do teste de sinal, para alguns resultados, permitirem rejeitar a hipótese nula, há que realçar que o teste de rank, que é um dos mais robustos da análise, não foi significativo para nenhum dos anúncios e em nenhuma das janelas

analisadas. Com o objetivo de acrescentar maior robustez na análise, devido ao problema de clustering, executaram-se regressões adicionais¹⁷ para mitigar o risco de enviesamento dos resultados. Para tal, foram utilizadas, na execução das regressões, funções específicas que permitissem considerar particularidades dos dados em causa, de forma a controlar ou eliminar ao máximo os efeitos da correlação transversal, ou seja, da correlação do erro dos diferentes períodos de tempo (serial correlation) e da correlação cruzada. Todas as regressões auxiliares ou adicionais são realizadas sobre as rendibilidades anormais médias acumuladas (CAAR) da janela de evento com 21 dias (-10: +10), de forma agrupada. Assim, para cada tipo de anúncio, são apresentadas as respetivas constantes das regressões e respetivas significâncias:

Significância dos resultados das regressões adicionais

Serial-Correlation

Cross-Correlation

Cluster

Aumento

-0.0497**

-0.0243**

-0.0177**

Constante

0.0981*

0.0160**

0.2107**

Diminuição

-0.2176**

-0.0127**

-0.1523**

Para a regressão do serial-correlation, consideraram-se as dummies de países e setores, de modo a incluir os efeitos destes nos resultados. Para a regressão do cross-correlation, como já referido acima, foram implementados os dois procedimentos de Fama-Macbeth (1973), que permitem testar a significância da combinação dos coeficientes; e ainda, para a regressão cluster, com a função cluster na regressão, consideraram-se as dummies de países agrupados por setores. Com exceção do resultado da regressão serial-correlation para os anúncios constantes que apresentam resultado significativo a 5os restantes resultados das regressões adicionais apresentam-se estatisticamente significativos ¹

Análise Comparativa Para a racionalização do espaço e para o melhoramento da panorâmica comparativa dos resultados, os três testes estatísticos são apresentados numa única tabela para cada um dos grupos (tabela 4.7 e 4.8), não se fazendo acompanhar das respetivas AAR e CAAR, encontrando-se estes documentados na tabela 4.6 Observando os resultados da janela de evento de 21 dias dos dois grupos expostos nas tabelas 4.7 e 4.8, em jeito de confrontação de resultados diferentes e semelhantes, verifica-se o seguinte:

À semelhança da análise global, o teste de rank para os dois grupos não se apresenta estatisticamente significativo em nenhum dos anúncios;

Nos anúncios de aumentos, o teste t e o teste de sinal apresentam para os dois grupos valores significativos para AAR nos dias 0 a 1: sendo para o grupo A AAR negativo¹⁸ e para o grupo B AAR positivo. E para CAAR, o teste de sinal apresenta para os dois grupos CAAR's estatisticamente significativos entre os dias -6 a 10, sendo que, para o grupo A, os CAAR's antecedem o evento e são todos positivos (do dia -6 a -1); e para o grupo B, CAAR's quer positivos (do dia 1 a 4), quer negativos (nos dias -3, 2 e de 5 a 10)

Nos anúncios constantes, os dois grupos apresentam CAAR's positivos e significativos para o teste de sinal por volta dos dias -6 a 0;

Nos anúncios de diminuição, o teste de sinal apresenta para o grupo A CAAR's positivos e significativos do dia -1 a 5; e para o grupos B CAAR's positivos e significativos nos dias -1 e 2 e CAAR's negativos

nos dias -1 e 10.

Rendibilidades Médias Anormais/ Acumuladas do Grupo A e do Grupo B

AAR's e CAAR's do Grupo A

AAR's e CAAR's do Grupo B

Aumento

Constante

Diminuição

Aumento

Constante

Diminuição

Dia

AAR

CAAR

AAR

CAAR

AAR

CAAR

AAR

CAAR

AAR

CAAR

AAR

CAAR

-10

0.007

0.035

0.007

0.026

0.026

0.130

0.026

0.058

0.013

0.083

0.013

0.033

-9

-0.001

-0.004

0.006

0.023

0.056

0.286

0.186

0.043

0.276

0.056

0.143

0.033

-8
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
-7
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
-6
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
-5
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013

0.083
0.013
0.033
-4
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
-3
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
-2
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
-1
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130

0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
0
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
1
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
2
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
3
0.007
0.035
0.007

0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
4
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
5
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
6
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
7

0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
8
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
9
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083
0.013
0.033
10
0.007
0.035
0.007
0.026
0.026
0.130
0.026
0.058
0.013
0.083

0.033

Aumento

Diminuição

CAAR

CAAR

CAAR

t_test

g_ranl

sign

t_test

g_ranl

sign

t_test

g_ranl

sign

-10

-0.293

0.144

0.274

-0.182
0.000

0.037
0.1820.277
0.331-0.177
-0.055

0.039
-0.177

0.244
-9
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
-8
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
-7
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028

0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
-6
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
-5
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
-4
0.394

-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
-3
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
-2
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277

0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
-1
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
0
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
1
0.394
-0.293
-0.001
0.144

-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
2
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
3
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055

0.039
-0.177
0.244
4
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
5
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
6
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062

-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
7
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
8
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244

9
 0.394
 -0.293
 -0.001
 0.144
 -0.293
 0.274
 0.062
 -0.182
 -0.028
 0.037
 -0.182
 0.277
 0.221
 -0.177
 -0.055
 0.039
 -0.177
 0.244
 10
 0.394
 -0.293
 -0.001
 0.144
 -0.293
 0.274
 0.062
 -0.182
 -0.028
 0.037
 -0.182
 0.277
 0.221
 -0.177
 -0.055
 0.039
 -0.177
 0.244
 Testes estatísticos do Grupo B (Países de menor dimensão económica)
 Aumento
 Constante
 Diminuição
 AAR
 CAAR
 AAR
 CAAR
 AAR
 CAAR
 Dia

t_test
sign
g_rank
t_test
sign
g_rank
t_test
sign
g_rank
t_test
sign
g_rank
t_test
sign
g_rank
t_test
sign
g_rank
-10
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
-9
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182

0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
-8
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
-7
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
-6
0.394
-0.293
-0.001

0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
-5
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
-4
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177

-0.055
0.039
-0.177
0.244
-3
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
-2
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
-1
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274

0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
0
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
1
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177

0.244
2
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
3
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
4
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028

0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
5
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
6
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
7
0.394

-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
8
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277
0.221
-0.177
-0.055
0.039
-0.177
0.244
9
0.394
-0.293
-0.001
0.144
-0.293
0.274
0.062
-0.182
-0.028
0.037
-0.182
0.277

0.221

-0.177

-0.055

0.039

-0.177

0.244

10

0.394

-0.293

-0.001

0.144

-0.293

0.274

0.062

-0.182

-0.028

0.037

-0.182

0.277

0.221

-0.177

-0.055

0.039

-0.177

0.244

Resultado do teste t da análise global para janelas menores (Grupo A)

Aumento

Constante

Diminuição

Dia

AAR

t_test

CAAR

t_test

AAR

t_test

CAAR

t_test

AAR

t_test

CAAR

t_test

-5

0.050

0.109

0.050

0.060

0.119

0.611

0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
-4
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
-3
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
-2
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
-1
0.050
0.109
0.050

0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
0
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
1
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
2
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
3

0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103

4

0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103

5

0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103

Resultado do teste t da análise global para janelas menores (Grupo B)

Dia

AAR

t_test

CAAR

t_test

AAR

t_test

CAAR

t_test

AAR

t_test
CAAR
t_test
-2
0.0508
0.249
0.051
0.331
0.194
1.037
0.194
1.063
-0.022
-0.142
-0.022
-0.102
-1
0.0508
0.249
0.051
0.331
0.194
1.037
0.194
1.063
-0.022
-0.142
-0.022
-0.102
0
0.0508
0.249
0.051
0.331
0.194
1.037
0.194
1.063
-0.022
-0.142
-0.022
-0.102
1
0.0508
0.249
0.051
0.331
0.194
1.037

0.194
 1.063
 -0.022
 -0.142
 -0.022
 -0.102
 2
 0.0508
 0.249
 0.051
 0.331
 0.194
 1.037
 0.194
 1.063
 -0.022
 -0.142
 -0.022
 -0.102

Em geral os resultados do teste t, para as janelas menores dos dois grupos expostos nas tabelas 4.9 e 4.10, apresentam alguma semelhança entre si, pois, numa visão genérica, apresentam valores estatisticamente significativos em dias próximos ao dia do evento, que vão de 0 a 5 para a janela média, e do dia 0 a 2, para a janela curta, isto nos três anúncios; com exceção dos resultados para CAAR nos anúncios de diminuição para o grupo , que não apresentam significância na janela média em nenhum dos dias.

Testes não-paramétricos do Grupo A para as janelas menores (-2:2) e (-5:5

Aumento
 Constante
 Diminuição
 AAR
 CAAR
 AAR
 CAAR
 AAR
 CAAR
 Dia
 sign
 grank
 sign
 grank
 sign
 grank
 sign
 grank
 sign
 grank
 sign
 grank
 sign
 grank
 -5
 0.050

0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
-4
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
-3
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
-2
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038

-0.103
-1
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
0
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
1
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
2
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511

-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
3
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
4
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
5
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
Dia
sign
grank
sing
grank
sign

grank
sign
grank
sign
grank
sign
grank
-2
0.0508
0.249
0.051
0.331
0.194
1.037
0.194
1.063
-0.022
-0.142
-0.022
-0.102
-1
0.0508
0.249
0.051
0.331
0.194
1.037
0.194
1.063
-0.022
-0.142
-0.022
-0.102
0
0.0508
0.249
0.051
0.331
0.194
1.037
0.194
1.063
-0.022
-0.142
-0.022
-0.102
1
0.0508
0.249

0.051

0.331

0.194

1.037

0.194

1.063

-0.022

-0.142

-0.022

-0.102

2

0.0508

0.249

0.051

0.331

0.194

1.037

0.194

1.063

-0.022

-0.142

-0.022

-0.102

Testes não-paramétricos do Grupo B para as janelas menores (-2:2) e (-5:5)

Aumento

Constante

Diminuição

AAR

CAAR

AAR

CAAR

AAR

CAAR

Dia

sign

grank

sign

grank

sign

grank

sign

grank

sign

grank

sign

grank

-5

0.050

0.109

0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
-4
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
-3
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
-2
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103

-1
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
0
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
1
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
2
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038

-0.233
-0.038
-0.103
3
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
4
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
5
0.050
0.109
0.050
0.060
0.119
0.611
0.119
0.511
-0.038
-0.233
-0.038
-0.103
Dia
sign
grank
sing
grank
sign
grank

sign
grank
sign
grank
sign
grank
-2
0.0508
0.249
0.051
0.331
0.194
1.037
0.194
1.063
-0.022
-0.142
-0.022
-0.102
-1
0.0508
0.249
0.051
0.331
0.194
1.037
0.194
1.063
-0.022
-0.142
-0.022
-0.102
0
0.0508
0.249
0.051
0.331
0.194
1.037
0.194
1.063
-0.022
-0.142
-0.022
-0.102
1
0.0508
0.249
0.051

0.331
 0.194
 1.037
 0.194
 1.063
 -0.022
 -0.142
 -0.022
 -0.102
 2
 0.0508
 0.249
 0.051
 0.331
 0.194
 1.037
 0.194
 1.063
 -0.022
 -0.142
 -0.022
 -0.102

Na abordagem não-paramétrica (tabela 4.11 e 4.12), nas duas janelas menores, apenas o teste de sinal se mostra significativo. Para a janela média, ambos os grupos não apresentam significância para os anúncios constantes. Os anúncios de aumento, em geral, apresentam valores significativos no dia e em dias próximos ao evento, para os dois grupos, quer para AAR, como para CAAR. Para os anúncios de diminuição, o grupo A apresenta resultados significativos apenas para CAAR em dias antes do evento (do dia -4 ao -1), enquanto o grupo B apresenta, para além de outras significâncias antes do dia do evento, resultado significativo a 5 para AAR. Para a janela curta, os anúncios de aumento apresentam resultado significativo no dia 0 para AAR no grupo A, enquanto o grupo B apresenta valores significativos no dia 1 para AAR e nos dias 1 e 2 para CAAR. Os anúncios constantes para o grupo A apresentam-se significativos para AAR e CAAR nos dias 0 e 1, respetivamente; enquanto o grupo B não apresenta nenhum valor significativo. Para os anúncios de diminuição, apenas o grupo B apresenta resultados significativos. Igualmente, como na análise global, realizaram-se regressões adicionais de modo a não subestimar o efeito de correlação e garantir a consistência dos resultados.

Significância dos resultados das regressões adicionais para a análise comparativa (Grupo A vs. Grupo B)

Serial-Correlation
 Cross-Correlation
 Cluster
 Grupo A
 Grupo B
 Grupo A
 Grupo B
 Grupo A
 Grupo B
 Aumento
 0.1453**
 -0.0513

0.0129**
 -0.03021**
 0.1654**
 -0.0211**
 Constante
 0.0825**
 0.0668
 0.0080**
 0.30363**
 0.1112**
 0.2947**
 Diminuição
 0.3956**
 -0.7261**
 0.0301**
 -0.58623**
 0.4161**
 -0.5795**

Pode observar-se que, para o grupo A, todos os resultados são estatisticamente significativos ao nível de significância de 1regressões. Contudo, o grupo B não se apresenta significativo para os anúncios de aumento e para os anúncios constantes na regressão serialcorrelation, resultado que vai de encontro dos resultados do teste de sinal nas duas janelas menores, para o grupo B que não se mostrou significativo em nenhum dos dias (tabela 4.12). Assim, quer dos resultados dos testes estatísticos, quer dos resultados das regressões adicionais, importa realçar três aspetos fundamentais: O primeiro surge pelo facto de vários resultados significativos dos testes estatísticos de AAR e CAAR antecederem o dia do evento, ou seja, a data do anúncio de dividendos, pois esse aspeto leva a refletir sobre a abordagem da eficiência de mercado de capitais ou ainda da assimetria de informação. O segundo surge dos resultados positivos e significativos das regressões para os anúncios constantes, quer no grupo A, quer no grupo B, o que reflete assim a existência de um impacto positivo. Este aspeto leva a refletir sobre a ideia de que os acionistas esperam por um dividendo pelo menos igual ao do ano anterior, daí que receberem o anúncio de dividendo constante seria uma notícia indiferente; ou ainda refletir-se sobre a teoria da irrelevância de dividendos. O terceiro aspeto surge dos resultados das regressões para os anúncios de diminuição do grupo A se apresentarem positivos e significativos (impacto positivo) e os resultados para os anúncios de aumento do grupo B se apresentarem negativos e significativos (impacto negativo). Estes dois resultados levam a questionar até que ponto o impacto dos anúncios sobre as rendibilidades das ações é influenciando pelas surpresas que estes anúncios transportam (Andrés et al. 2013). De facto, estas poderiam não ser apenas surpresas à medida que se revelam no sinal da variação do anúncio, mas, igualmente, surpresas que se encontrem relacionadas com toda a envolvente ou conjuntura económica geral. Assim, este último detalhe pode remeter para três questões:

- ao da teoria de efeito clientela apoiada por Bajaj e Vijn (1990);
- ao da influência da conjuntura económica de cada país (como o de períodos de crise financeira, Case et al., 2012) e
- ao da teoria de Catering, que tem em consideração o sentimento dos investidores.

Discussão de Resultados No pressuposto de que as rendibilidades anormais não seguirão uma distribuição normal, consideram-se os testes não-paramétricos e as regressões adicionais como abordagens mais robustas para se efetuar a discussão dos resultados, sendo que os resultados das regressões adicionais poderão ainda ser considerados mais robustos que os testes estatísticos. Como apresentado acima, o teste de rank, que é um dos mais robustos da análise, não se apresenta significativo em nenhuma das análises, isto é, quer na análise global, quer na análise comparativa, sendo que desta feita não

rejeita a hipótese nula $AAR=0$ ou $CAAR=0$. O resultado do teste de rank pode ser sustentado pela teoria da irrelevância da política de dividendos de Modigliani e Miller (1961), que defendem que os dividendos não têm efeitos significativos sobre o valor da empresa, visto que a mesma cria unicamente valor através dos seus ativos. Contudo, em função do teste t e do teste de sinal, observa-se, pela existência de testes significativos de AAR e CAAR em dias que antecedem a data do evento, a existência de possível antecipação ou fuga de informação privilegiada antes da data efetiva do anúncio. Em geral, o teste de sinal para os anúncios de aumento apresenta-se, regularmente, significativo no dia do evento e em dias muito próximos ao evento, isto quer para análise global, como para a análise comprativa, e igualmente nas três (3) janelas testadas, apresentando assim maior consistência nos resultados que os outros anúncios, que apresentam um padrão dos resultados menos regular e assim, menos consistentes. No entanto, em geral, na análise global os resultados do teste de sinal vão de encontro aos resultados das regressões adicionais para os três anúncios (aumento, constante e diminuição). Observando as figuras 2.1., 2.2. e 2.3., é possível verificar que, tanto AAR como CAAR, apresentam tendências reativas ao longo da janela de evento. Ainda assim, independentemente do tipo de anúncio, a reação das rendibilidades anormais médias e acumuladas (AAR e CAAR) mostram com maior clareza a magnitude das variações e a evolução da tendência comportamental do dia -1 ao dia 1, sendo que para os aumentos apresenta o seu pico no dia 0 e para os anúncios de diminuição e constantes no dia 1. Em geral, as figuras gráficas vão de acordo ao teste de sinal para CAAR's no dia 0 e dias próximos. Mostram-se, na sua maioria, significativos para os três tipos de anúncios. Esta análise gráfica leva a refletir sobre as ideias de autores que inferem que os anúncios positivos de dividendos comportam boas notícias para os acionistas e investidores, como apresentado por Capstaff et al. (2004), que nos seus estudos atestaram que os resultados mais significativos das rendibilidades anormais ocorreram para os anúncios de aumentos de dividendos, ou seja, para os anúncios positivos. Uma das explicações para essa realidade é a teoria da sinalização, conforme atestado por Yoon e Starks (1995), Capstaff et al. (2004) e Suwanna (2012), que mostram que os anúncios de dividendos positivos comportam informações sobre o desempenho atual/recente ou futuro das empresas, porque, até certo ponto, anúncios positivos são seguidos de aumentos, não necessariamente permanentes, do fluxo de caixa futuro da empresa. Essa abordagem não só é fundamentada teoricamente, como também pode ser fundamentada na prática. De facto, os gestores podem, no curto prazo, "colorir" o quadro dos lucros através do earnings management ou da contabilidade criativa, e assim aumentarem os dividendos com o intuito de passar uma boa imagem sobre a saúde da empresa; no entanto, não conseguiriam mantê-la por muito tempo. De acordo com Brealey et al. (2007), as empresas não são tão livres de anunciarem os dividendos que desejarem, visto que os obrigacionistas impõem algumas limitações de modo a protegerem-se. Assim, uma empresa apenas escolherá um rácio elevado de distribuição de dividendos se tiver realmente fluxos de caixa suficientes para pagar as suas dívidas, aspeto que logicamente é preponderante para a sua continuidade. Contudo, apesar do aumento de dividendos ser uma boa notícia para uns, para outros pode não ser, pois nem sempre o investidor ou acionista deseja propriamente um aumento de dividendos, aspeto que pode ser espelhado pelo sinal negativo das constantes significativas das regressões efetuadas para os anúncios de aumento. Pois, o impacto causado pelo anúncio pode também depender do sentimento do acionista ou investidor, como apresentado por Viera (2011). Nestes moldes, observando a tabela 4.13 da análise comparativa dos grupos para a análise das regressões, nota-se que, apesar de se tratarem de anúncios de diminuição, o grupo A apresenta para estes resultados positivos e significativos, o que mostra existir um impacto positivo apesar de se tratarem de anúncios de diminuição. Esta questão pode ser explicada em parte pela teoria de catering, como explanado por Li e Lie (2006), que analisam a relação entre o sentimento do investidor refletido pelo prémio de dividendo e a reação do mercado em função do anúncio do mesmo. Este sentimento dos investidores pode estar associado a várias razões, que vão desde o modo de perceção de cada indivíduo sobre as diversas informações existentes e disponíveis, a questões sobre a conjuntura económica e financeira vivida, como apresentado por Akron (2011), Case et al. (2012), que analisando o impacto do anúncio de dividendos em épocas de crise económica e financeira concluíram que anún-

cios de dividendos foram vistos como sinais de confiança sobre as rendibilidades futuras das empresas e sobre o nível de risco de falência das mesmas, sendo que o impacto dos anúncios não acompanhava necessariamente o sinal da variação do dividendo. Outra via de análise ainda seria o nível da magnitude da variação dos dividendos (Denis et al., 1994), já que as rendibilidades anormais são função das alterações inesperadas no dividendo por ação, deflacionados pelo preço das ações da empresa no mercado, isto pelo facto das alterações no valor do capital da empresa em função do anúncio do dividendo serem diretamente proporcionais ao valor do dividendo inesperado. Assim, o presente estudo, apesar de considerar apenas países de um agregado que é a zona euro, não se imuniza da existência de possíveis influências de cada país como tal nos resultados. Certamente, por ser uma análise com 16 países e vários anos, torna-se importante relevar a possível influência das características próprias e específicas dos próprios países nos resultados. Não obstante serem todos países da zona euro, transportam especificidades próprias que, analisadas separadamente, talvez implicassem resultados mais direcionados, como nas análises direcionadas de Al-Yahyaee et.al (2011), Dasilas e Levintis (2011) e Viera (2011). Um aspeto que se poderia levar em consideração para maior especificação da análise seriam os setores de cada empresa, como apresentado por Irum et al. (2012), que apesar de não encontrarem resultados significativos para nenhum dos setores em análise, realizaram uma análise tendo em consideração a especificidade dos mesmos. A influência particular de cada país pode ser ligeiramente notada na análise comparativa, que apesar de não apresentar muitas alterações em comparação com a análise global, para as regressões serial-correlation apresenta resultado menos significativo para os anúncios de aumento do grupo B e resultado não significativo para os anúncios constantes do grupo B, igualmente.

Conclusão O impacto do anúncio de dividendos sobre o valor das ações das empresas constitui uma temática bastante investigada e debatida por vários autores da literatura financeira, isto à luz de várias teorias de apoio, como a da sinalização, efeito clientela, catering e outras. O presente estudo, para além de efetuar a análise global do impacto dos anúncios de dividendos sob as rendibilidades de empresas de 16 países da zona euro, considerou adicionalmente uma análise fracionada da amostra em dois subgrupos em função do nível do PIB dos países, com o objetivo de observar se haveria alguma mudança significativa nos resultados. Na abordagem não-paramétrica, o teste de rank, que constitui um dos testes mais robustos do estudo, não rejeitou a hipótese nula de AAR e CAAR serem iguais a zero para nenhuma das análises feitas no estudo. Na análise global, AAR e CAAR foram significativos para os anúncios de aumento, quer para o teste de sinal, como para os resultados das regressões adicionais; sendo que para os anúncios constantes e de diminuição apresentam, em geral, resultados significativos mas, mais afastados da data do evento e com um padrão menos regular e assim menos consistente. Contudo, os resultados das regressões adicionais permitem rejeitar a hipótese nula para os três anúncios. Na análise comparativa, os resultados dos testes estatísticos sobre AAR e CAAR e os resultados das regressões adicionais apresentam-se ligeiramente diferentes entre os dois grupos. Os resultados para os anúncios de aumento do grupo A podem ser, em parte, sustentados pela teoria da sinalização, que considera os anúncios como sinal da saúde dos atuais/futuros fluxos de caixa das empresas, por isso, os anúncios de aumento de dividendos causam um impacto positivo na rendibilidade das ações. Por outro lado, a teoria de Catering, que se apoia no sentimento dos investidores, pode servir como base de explicação da existência de CAAR's negativos e significativos em anúncios de aumentos (grupo A), ou da explicação do sinal negativo do resultado das constantes das regressões adicionais para anúncios de diminuição (grupo B). Pois, para este último, o impacto positivo e significativo das rendibilidades de anúncios de diminuição, constitui um detalhe que pode levar a crer que, embora se tratem de anúncios de diminuição, o impacto dos mesmos sobre a rendibilidade das ações é positivo em função do sentimento que os acionistas ou investidores têm sobre o anúncio feito. Neste âmbito, para a análise global dos países, de modo geral, pode concluir-se que o anúncio de dividendos tem impacto sobre a rendibilidade das ações das empresas, como vários outros autores já o inferiram nos seus trabalhos. Todavia, verifica-se que o impacto do anúncio não segue necessariamente o sinal da variação do anúncio. Os resultados dos anúncios constantes e de diminuição, apesar de menos regularem que os de aumento,

apresentam expressão e significância no estudo. Quanto à análise comparativa dos países, é possível concluir que, apesar do PIB, até certo ponto, estar correlacionado com a bolsa de valores, o mesmo não constitui uma característica tão forte, capaz de influenciar com precisão a reação do anúncio de dividendos sobre a rentabilidade das ações. No entanto, não se pode ignorar o facto de os resultados na análise comparativa dos grupos se mostrarem ligeiramente diferentes, visto que os anúncios constantes não se apresentam significativos para o grupo dos países de menor dimensão económica (B); e os anúncios de aumento para o mesmo grupo apresentam-se menos significativos que o do grupo com países de maior dimensão económica, o que pode levar a crer que, apesar de não ser uma característica forte de alguma forma, tem a sua influência nos resultados. Devido à especificidade dos setores empresariais, dos países e das próprias épocas económicas vividas quer pelos países quer pelas empresas, sugere-se para estudos futuros a análise do impacto do anúncio de dividendos de empresas por setores, mas em períodos de crise económico-financeiras, com o objetivo de se perceber como esses dois fatores combinam entre si: crise económica e setor de atuação. Uma sugestão seria a análise de anúncios de dividendo de empresas do setor de serviços de telecomunicação versus de empresas do setor de consumo não cíclico em períodos de crise económico-financeira, visto ambos serem setores bastante dinâmicos e indispensáveis. Outro aspeto igualmente relevante no estudo do impacto de anúncios de dividendos sobre a rentabilidade das ações seria a divisão dos três tipos de anúncios em função de expectativas reais de analistas financeiros, pois esta limitação, no presente trabalho, pode talvez ter alguma influência nos resultados.

- Dividend Announcements And The Abnormal Stock Returns For The Event Firm And Its Rivals.
Aamir, Muhammad Syed Zulfikar Ali Shah
2011 Australian Journal Of Business Management Research 1: 72-76.
- Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: An empirical analysis.
Aharony, J. Swary, I.
1980 The Journal of Finance, 35(1), 1-12.
- Market reactions to dividend announcements under different business cycles.
Akron, S.
2011 Emerging Markets Finance and Trade, 47, 72-85.
- Market reaction to changes in dividend payments policy in Jordan.
Al-Shattarat, W. K. Al-Khasawneh, J. A. Al-Shattarat, H. K.
Journal of Applied Business Research, 28, 1193-1210.
- The information content of cash dividend announcements in a unique environment.
Al-Yahyaee, K. H., Pham T. M. Walter, T. S.
2011 Journal of Banking and Finance, 35, 606- 612.
- Dividends, taxes, and signaling: evidence from Germany.
Amihud, Y. Murgia, M.
1997 The Journal of Finance, 52(1), 397-408.
- The Information Content of Dividend Surprises: Evidence from Germany.
Andres, C. Betzer, A. Bongard, I. Haesner, C. Theissen, E.
2013 Journal of Business Finance and Accounting, 40(5-6), 620-645.
- Announcement effects and market efficiency in a thin market: An empirical application to the Singapore equity market.
Ariff, M. Finn, F. J.
1989 Asia Pacific Journal of Management, 6(2), 243-265.
- The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth.
Asquith, P. Mullins Jr. D. W.
1983 The Journal of Business, 56(1), 77-96.
- Dividend clienteles and the information content of dividend changes.
Bajaj, M. Vijh, A. M.
1990 Journal of Financial Economics, 26(2), 193-219.

A catering theory of dividends.
 Baker, M. Wurgler, J.
 2004 Journal of Finance, 59(3), 1125-1165.
 Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives.
 Baker, M. Wurgler, J.
 2004 Journal of Financial Economics, 73(2), 271-288.
 Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy.
 Bhattacharya, S.
 1979 The Bell Journal of Economics, 10(1), 259-270.
 The Event Study Methodology Since 1969.
 Binder, J.
 1998 Review of Quantitative Finance and Accounting, 11(2), 111-137.
 The Dividend Puzzle.
 Black, Fischer.
 1976 J. Portfolio Management 2 (Winter 1976): 5-8.
 Principles of corporate finance, (8th ed.),
 Brealey, R. S. Myers en F. Allen
 2007 Irwin McGraw Hill, New York