INSTITUTO
SUPERIOR
DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO
DO PORTO
POLITÉCNICO
DO PORTO

M MESTRADO
Contabilidade e Finanças

Impacto da distribuição de dividendos nos retornos acionistas de empresas cotadas nos mercados ibéricos

João Pedro Silva Martins

09/**2024**

João Pedro Silva Martins. Impacto da distribuição de dividendos nos retornos acionistas de empresas cotadas nos mercados ibéricos
09/**2024**

INSTITUTO
SUPERIOR
DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO
DO PORTO
POLITÉCNICO
DO PORTO

M MESTRADO
Contabilidade e Finanças

Impacto da distribuição de dividendos nos retornos acionistas de empresas cotadas nos mercados ibéricos

João Pedro Silva Martins

Dissertação de Mestrado apresentado ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto para a obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças, sob orientação de Doutor Luís Miguel Pereira Gomes

João Pedro Silva Martins. Impacto da distribuição de dividendos nos retornos acionistas de empresas cotadas nos mercados ibéricos
09/**2024**

Dedicatória

Dedico este trabalho aos meus Pais que estiveram sempre presentes nos desafios que enfrentei como estudante, tenho muito orgulho neles.

Agradecimentos

A realização de uma dissertação é uma jornada longa, dificil, complexa e cheia de desafios que me levou a momentos altos e baixos. Para enfrentar estes desafios foi ncessário o apoio de pessoas fundamentais.

O meu primeiro agradecimentos não podia deixar de ser para o meu orientador, o Professor Doutor Luís Gomes, pela disponibilidade que demonstrou em me apoiar e por todas as contribuições que permitiram enriquecer a dissertação.

Depois, tenho que agradecer aos meus ais, por serem os meus pilares e me darem todas as condições para a finalização deste trabalho.

Para além disso, outro agradecimento tem que ser para a minha namorada Catarina por nunca me ter deixado desistir e pela paciência que teve comigo nos momentos menos bons.

Por fim, mas não menos importantes, o meu muito obrigado à minha família e aos meus amigos que me apoiaram nesta caminhada tornando-a mais fácil.

Resumo:

A presente dissertação analisa o impacto que o anúncio de distribuição de dividendos provocou no preço das ações de empresas cotadas nos índices ibéricos, designadamente, a formação de retornos anormais durante o período de 2022 e 2023. Foram analisadas 19 empresas portuguesas e 21 empresas espanholas.

A política de distribuição de dividendos definida pelos gestores constitui uma decisão importante para o crescimento empresarial e para a transmissão de informação aos investidores sobre o futuro da atividade.

O estudo empírico recorreu à metodologia do estudo de eventos para deteção e cálculo dos retornos anormais.

Os resultados permitiram constatar perdas anormais acumuladas nos dias anteriores ao anúncio dos dividendos pelas empresas portuguesas, sugerindo que o mercado antecipou uma distribuição pouco generosa. Em relação às empresas espanholas, o estudo identificou pequenos ganhos anormais antes do evento, seguidos por perdas justificadas pela quebra das expectativas dos investidores.

Além disso, constatou-se que, imediatamente depois das perdas anormais nas vésperas do anúncio da distribuição de dividendos, a volatilidade dos retornos anormais tende a diminuir e perder significância, sinalizando que o mercado ibérico evidencia eficiência sob a forma semiforte.

Palavras chave: Dividendos; Estudo dos Acontecimentos; Retornos Anormais; Mercados Financeiros

Abstract:

This dissertation analyses the impact that the announcement of dividend distributions had on the share prices of companies listed on the Iberian indices, namely the formation of abnormal returns during the period 2022 and 2023. 19 Portuguese companies and 21 Spanish companies were analyzed.

The dividend distribution policy defined by managers is an important decision for corporate growth and for providing information to investors about the future of the business.

The empirical study used the event study methodology to detect and calculate abnormal returns.

The results showed accumulated abnormal losses in the days before the Portuguese companies announced their dividends, suggesting that the market anticipated an ungenerous distribution. About Spanish companies, the study identified small abnormal gains before the event, followed by losses justified by a drop in investor expectations.

In addition, it was found that immediately after the abnormal losses on the eve of the announcement of the dividend distribution, the volatility of the abnormal returns tended to decrease and lose significance, signaling that the Iberian market shows efficiency in the form of a semi-strong market.

Key words: Dividends; Event Studies; Abnormal Returns; Financial Markets

Índice

1 Introdução ... 11

2 Revisão da Literatura ... 13

2.1 Mercado Financeiro ... 13

2.2 Teoria de Eficiência do Mercado ... 14

2.3 Anomalias Sazonais ... 15

2.4 Retornos Anormais ... 16

2.4.1 Política de Dividendos ... 16

2.4.2 Modelo de Expectativa de Dividendos ... 17

2.4.3 Teoria de Sinalização ... 18

2.4.4 Assimetria de Informação ... 18

2.4.5 Evidências Empíricas sobre Retornos Anormais decorrentes do Anúncio da Distribuição de Dividendos ... 19

3 Metodologia do Estudo dos Eventos ... 22

3.1 Estudo de Eventos ... 22

3.2 Identificação do Evento e Definição das Janelas de Estimação ... 23

3.3 Definição da Amostra ... 24

3.4 Cálculo dos Retornos Anormais ... 24

3.5 Testes Estatísticos ... 27

4 Estudo Empírico ... 28

4.1 Amostra e Período de Análise ... 28

4.2 Retornos Anormais ... 28

4.2.1 Análise das Empresas Portuguesas ... 28

4.2.2 Análise das Empresas Espanholas ... 32

4.2.3 Análise Conjunta das Empresas Portuguesas e Espanholas ... 35

5 Conclusão ... 40

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS ... 42

Índice de Gráficos

Gráfico 1 - Retornos anormais acumulados (CAAR): Empresas portuguesas [-5;+20] 28
Gráfico 2 - Retornos anormais acumulados (CAAR) positivos e negativos: Empresas portuguesas [-5;+20] 29
Gráfico 3 - Retornos médios anormais (AAR): Empresas portuguesas [-5;+20] ... 30
Gráfico 4 - Reação do preço acionista (índice de Beaver): Empresas portuguesas [-5; +20] 31
Gráfico 5 - Retornos anormais acumulados (CAAR): Empresas espanholas [-5; +20] 32
Gráfico 6 - Retornos anormais acumulados (CAAR) positivos e negativos: Empresas espanholas [-5; +20] 33
Gráfico 7 - Retornos médios anormais (AAR): Empresas espanholas [-5;+20] 33
Gráfico 8 - Reação do preço acionista (índice de Beaver): Empresas espanholas [-5; +20] 34
Gráfico 9 - - Retornos anormais acumulados (CAAR): Todas as empresas [-5; +20] 36
Gráfico 10 - Retornos anormais acumulados (CAAR) positivos e negativos: Todas as empresas [-5; +20] 37
Gráfico 11 - Retornos médios anormais (AAR): Todas as empresas [-5; +20] 38
Gráfico 12 – Reação do preço acionista (índice de Beaver): Todas as empresas [-5; +20] 39

Índice de Tabelas

Tabela 1- Teste de Hipóteses θ2: Empresas portuguesas [-5;+20] 29
Tabela 2 - Teste de Hipóteses θ1: Empresas portuguesas [-5;+20] 31
Tabela 3 - Teste de Hipóteses θ2: Empresas espanholas [-5;+20] 32
Tabela 4 - Teste de Hipóteses θ1: Empresas espanholas [-5;+20] 35
Tabela 5 - Teste de Hipóteses θ2: Todas as empresas [-5;+20] 36
Tabela 6 - Teste de Hipóteses θ1: Todas as empresas [-5;+20] 39

Lista de abreviaturas

AAR – Retorno anormal

AEX - *Amsterdam Exchange Index*

CAAR – Retorno anormal acumulado

CAC - *Cotation Assistée en Continu*

CSE - *Colombo Stock Exchange*

DSE – *Dhaka Stock Exchange*

ISEQ - *Irish Stock Exchange*

NSE - *National Stock Exchange*

OBX - *Oslo Børs*

OLS - Método dos Mínimos Quadrados

PSI20 - *Portuguese Stock Index*

1 Introdução

Os mercados financeiros são fundamentais na economia dos diferentes países. Em condições normais, os mercados perfeitos refletem o valor presente dos ativos baseado na informação disponível, sendo considerados mercados eficientes.

O conceito de mercado eficiente sob diferentes formas foi, primeiramente, definido por Fama (1970) e tem sido abordado em vários domínios das finanças, designadamente no contexto do estudo de eventos.

A transmissão de nova informação relevante ao mercado tende a provocar alterações nos preços das ações. O anúncio da distribuição de dividendos constitui um exemplo de informação nova, podendo transmitir um sinal sobre as expetativas do desempenho futuro das empresas (Aharony & Swary, 1980).

A presente dissertação tem como objetivo analisar o impacto do anúncio da distribuição de dividendos nos retornos acionistas de 40 empresas cotadas no mercado ibérico durante o período mais recente, entre 2022 e 2023. Recorrendo à metodologia do estudo de eventos, a análise realiza-se no intervalo [-5;+20] dias e desenvolve-se em três fases: um estudo para 19 empresas cotadas no índice português PSI, um estudo para 21 empresas cotadas no índice espanhol Ibex35 e, finalmente, o estudo agregado para o conjunto das empresas.

Os resultados evidenciam que os investidores de ambos os mercados antecipam dividendos abaixo das expetativas, formando-se retornos anormais negativos com o anúncio da informação. As reações mais intensas dos preços ocorrem na data da divulgação da distribuição (em Portugal) ou na antevéspera (em Espanha), demonstrando o impacto do evento no mercado. No entanto, a significância do efeito desaparece poucos dias após t=0, significando que o preço das ações incorpora de forma eficiente a informação relevante contida no anúncio dos dividendos pelas empresas.

A estrutura da dissertação inicia com a introdução. No segundo capítulo desenvolve-se a revisão da literatura sobre o tema proposto, com destaque para a teoria de eficiência do mercado e para as evidências empíricas sobre o impacto do anúncio da distribuição de dividendos. No terceiro capítulo explora-se a metodologia do estudo de eventos, define-

se a amostra e apresenta-se o método de cálculo dos retornos anormais e dos testes estatísticos. No capítulo quatro desenvolve-se o estudo empírico, apresenta-se a amostra, os períodos de análise, os resultados e a respetiva discussão. Finalmente, sintetizam-se as conclusões.

2 Revisão da Literatura

2.1 Mercado Financeiro

De acordo com Selan (2015), o mercado financeiro é um dos alicerces essenciais na economia devido à alocação eficiente dos recursos. Apesar da sua complexidade, este mercado é fundamental para todos os agentes envolvidos, tendo resultado da falta de capacidade do modelo tradicional de intermediação financeira para satisfazer as necessidades.

No preço das ações estão descontadas informações financeiras, sociais, de gestão, bem como informações públicas e privadas relativas às empresas (Chen et al., 2007). Para além dessa informação, a previsão do desempenho da empresa no futuro e a obtenção de nova informação têm impacto nos preços das ações. No entanto, existem alguns fatores que também afetam o valor das ações (Legenzova et al., 2017):

- impostos;
- taxa de juro;
- taxa de cambio;
- política monetária;
- prémio de risco;
- resultados financeiros;
- valor contabilístico do capital próprio;
- política de dividendos.

Para Vega (2006), um mercado é considerado eficiente quando o preço das ações reflete toda a informação disponível no momento. A capitalização bolsista das ações traduz o valor da empresa num determinado momento e baseia-se na informação pública e privada disponível sobre a empresa e sobre o ambiente envolvente (Legenzova et al., 2017).

Para além disso, tem sido destacado em diversos estudos que os anúncios da distribuição de dividendos podem provocar alterações significativas nos preços das ações, originando retornos anormais derivados da reação dos investidores à nova informação e limitando o efeito arbitragem (Legenzova et al., 2017).

O mercado financeiro tem um papel fundamental no desenvolvimento económico dos países, em que o mercado bolsista de ações constitui o meio privilegiado para os compradores e os vendedores negociarem títulos de empresas (Manzoor, 2017). Na ótica do investidor, a aquisição de títulos pode ter como objetivo alcançar uma posição estratégica numa empresa ou obter ganhos por via da distribuição de dividendos ou por via da realização de mais valias. Por vezes, esses ganhos podem superar o desempenho do mercado quando alguns investidores detêm informação privilegiada (Manzoor, 2017). Participando no capital das empresas, os acionistas têm direitos proporcionais ao número de títulos detidos, tais como a receberem dividendos quando são distribuídos, à informação sobre a gestão e desempenho, à preferência na subscrição de novas ações e ao voto (Selan, 2015).

Pinheiro (2001) salienta que os dividendos são parte dos lucros corporativos distribuídos em dinheiro aos acionistas da empresa, proporcionalmente à quantidade de ações que cada acionista possui. A política de distribuição de dividendos depende da necessidade de retenção de lucros para reinvestimento empresarial (Selan, 2015).

Segundo Selan (2015), o mercado financeiro é dividido em 3 sub-mercados: mercado monetário, mercado de capitais e mercado de câmbio. O mercado monetário consiste em títulos públicos de curto prazo, o mercado de crédito corresponde aos empréstimos que as instituições financeiras concedem e, o mercado de câmbio consiste nas operações de compra e venda de moeda estrangeira. Embora os três tipos de mercados financeiros apresentem diferenças, são complementares, contribuindo para a eficiência económica e gestão de riscos (Selan, 2015).

2.2 Teoria de Eficiência do Mercado

Mabhunu (2004) considera que o mercado é eficiente quando todos os intervenientes têm acesso ao preço histórico das ações e é possível obter toda a informação relevante no mercado. A teoria dos mercados eficientes defende que a informação passada tem impacto no preço das ações e, por isso, é considerada uma das teorias de base das finanças corporativos (Selan, 2015).

A eficiência de mercado está dividida em três tipos (Fama, 1970): fraca, semiforte e forte. A eficiência fraca considera que o preço das ações reflete apenas informação histórica seguida por todos os investidores, anulando a possibilidade de potenciais tendências e a

formação de retornos anormais. Segundo a eficiência semiforte, no preço das ações está refletido o comportamento passado dos retornos e a informação pública. De acordo com a eficiência forte, a informação histórica, pública e privada tem impacto no preço das ações e, por isso, não se formam retornos anormais para os investidores, ainda que haja informação privilegiada.

A Hipótese do Mercado Eficiente defende que ocorre competição entre os investidores por retornos anormais positivos quando os valores justos das ações são ultrapassados e, para isso, a teoria defende que os preços refletem a informação disponível no mercado (Manzoor, 2017).

Fama (1970) considera um mercado considerado eficiente deve cumprir alguns critérios:

- ausência de custos relacionados com a negociação da transação do título;
- todos os intervenientes devem ter acesso à informação sem custos;
- existência de política de investimento fixa entre todos os participantes do mercado relacionada com a informação atual e com os preços das ações no presente e no futuro.

2.3 Anomalias Sazonais

Consideram-se anomalias sazonais quando existem padrões nos retornos durante um determinado período. Neste contexto, os investidores adquirem ações quando os retornos são baixos e vendem as ações quando os retornos estão anormalmente elevados (Lobão, 2018). Como exemplo de anomalias sazonais apresenta-se o efeito janeiro, em que o retorno das ações tendem a ser maior nesse mês (Rozeff & Kinney, 1976; B. Keim, 1983; Gultekin & Gultekin, 1983), e o efeito de passagem de ano, que consiste no aumento dos preços das ações nos últimos dias do ano e nos primeiros do ano seguinte (Lakonishok & Smidt, 1988).

O efeito de sazonalidade não é um tema consensual. Alguns autores defendem que existem maiores retornos das ações no mês de janeiro (Rozeff & Kinney, 1976; B. Keim, 1983;Gultekin & Gultekin, 1983; Barros et al., 2009), enquanto outros consideram que esses retornos são identificados em março (Fountas & Segredakis, 2002) ou em fevereiro e dezembro (Silva, 2010).

O efeito janeiro constitui uma sazonalidade que foi identificada por Gultekin & Gultekin (1983) num estudo que considerou 17 países. Além disso, Kohers & Kohli (1991)

constataram que a sazonalidade teve maior impacto nas empresas de menor dimensão, ou seja, os prémios das ações dessas empresas aumentavam no mês de janeiro.

Existem diversos motivos que provocam diferentes tipos de sazonalidade: para o efeito da passagem de ano destacam-se os choques de liquidez (Ogden, 1990) e as diversas mudanças nas carteiras de investidores (Lakonishok & Smidt, 1988); para as anomalias mensais destacam-se a positividade dos investidores (Ciccone, 2011), a microestrutura dos mercados e a fiscalidade (D. B. Keim, 1989).

2.4 Retornos Anormais

2.4.1 Política de Dividendos

Quando um investidor adquire ações de uma empresa tem como objetivo obter retornos compensadores face ao risco do investimento (Tandon & Walia, 2017). Por isso, a preocupação dos gestores será definir uma política de dividendos ideal para satisfazer as expetativas dos acionistas e, ao mesmo tempo, aumentar o valor da empresa (Suwanna, 2012). Normalmente, quando reduz o valor pago aos acionistas por dividendos significa que existiu uma diminuição do valor das ações e vice-versa (Suwanna, 2012).

O retorno consiste na contrapartida recebida pelo investimento de fundos em função do subjacente risco aceite (Tandon & Walia, 2017). A recompensa para o investidor por ter aplicado no mercado e por aceitar o respetivo risco advém dos dividendos e/ou valorização de capital. Por isso, o anúncio de distribuição de resultados por parte das empresas assume grande relevância nos mercados (Tandon & Walia, 2017).

Os dividendos podem constituir sinais sobre a situação da empresa (Tandon & Walia, 2017). A política de distribuição tem em consideração diversos fatores, tais como a necessidade de fundos da empresa, as restrições legais, as oportunidades de investimento futuro e a capacidade de contrair empréstimos (Tandon & Walia, 2017).

O primeiro trabalho de Miller & Modigliani (1961) sustenta que a política de dividendos utlizada pelas empresas não tem impacto no valor das ações, expondo a teoria de irrelevância dos dividendos. No entanto, diversos autores defendem que os dividendos traduzem um sinal em relação aos retornos futuros e em relação à perspetiva de investimentos.

Por outro lado, Gordon (1963) defende a teoria da relevância dos dividendos, segundo a qual os dividendos afetam o preço das ações e, consequentemente, o valor de mercado da empresa. Além disso, a teoria baseia-se no facto de os investidores terem preferência por retornos imediatos sob a forma de dividendos, comparativamente a mais valias provenientes da venda das ações.

O impacto da distribuição de dividendos é um tema complexo e a investigação financeira ainda não é consensual. Black & Scholes (1974) consideram que a distribuição de dividendos não tem relevância no rendimento e no preço das ações, defendendo a teoria de irrelevância.

O impacto que o anúncio de distribuição de dividendos provoca no preço das ações foi primeiramente estudado por Pettit (1972) e, posteriormente, por Foster (1977) e Watts (1978). Os autores validaram a ideia de conexão entre o anúncio da distribuição de dividendos e as anomalias nos rendimentos das ações. Para além disso, Easterbrook (1984) e Meckling & Jensen (1976) defendem que a política de dividendos permite diminuir o conflito de agência entre os acionistas e os gestores das empresas, contribuindo para aumentar o valor das ações.

2.4.2 Modelo de Expectativa de Dividendos

Aharony & Swary (1980) sustentam que um modelo simples de dividendos permite analisar os retornos acionistas anormais, além das mudanças significativas do valor dos dividendos entre períodos de distribuição. Isto significa que se os gestores não acreditarem na alteração do desempenho da empresa no futuro, então o valor distribuído por dividendos não mudará significativamente (Aharony & Swary, 1980), podendo formalizar-se a seguinte expressão (Kane et al., 1984):

$$D_q^* = D_{q-1} \tag{1}$$

em que D_q representa o dividendo ordinário por ação no trimestre q.

O modelo pressupõe que os gestores são reticentes em alterar os dividendos, exceto se existirem mudanças significativas na perspetiva da empresa (Kane et al., 1984). Por outro lado, Aharony & Swary (1980) defendem que o modelo é eficaz na previsão de

desempenho anormal, atendendo a que o desempenho das ações supera o normal após o anúncio de dividendos generosos, e vice-versa (Kane et al., 1984):

$$D_q^u = \frac{D_q}{D_q^*} - 1 = \frac{D_q}{D_{q-1}} - 1 \tag{2}$$

2.4.3 Teoria de Sinalização

A política de distribuição de dividendos por parte das empresas é indissociável da teoria da sinalização. A teoria refere que através da distribuição, as empresas transmitem sinais positivos ou negativos ao mercado sobre o desempenho futuro, provocando alterações no preço das ações (Suwanna, 2012).

Os dividendos futuros esperados têm relevância no preço das ações e, por isso, o anúncio da respetiva distribuição é fundamental, podendo provocar retornos anormais (Suwanna, 2012).

A teoria da sinalização defende que uma alteração dos dividendos é interpretada como uma alteração positiva ou negativa da situação futura da empresa, ou seja, o aumento do valor a distribuir aos acionistas pode indicar um sinal positivo em relação ao retorno futuro, enquanto a diminuição do valor a distribuir pode ser interpretado como um sinal negativo para os acionistas da empresa (Khan, 2011).

2.4.4 Assimetria de Informação

Um dos problemas do mercado financeiro consiste na assimetria de informação, significando que os investidores externos (*outsiders*) possuem menos informação do que os gestores (*insiders*), permitindo que estes obtenham ganhos anormais com a negociação de ações. Uma possibilidade para que não houvesse desigualdades seria eliminar a informação importante, impossibilitando ineficiências de mercado (Miller & Rock, 1985).

A assimetria de informação e os efeitos do anúncio de dividendos provocam a anulação do critério Fisheriano para o investimento ideal da empresa, que consiste no investimento em ativos que permite que a taxa marginal de retorno seja equivalente à taxa de retorno ajustada ao risco dos títulos (Miller & Rock, 1985).

Como referem Miller & Modigliani (1961), naquele contexto o valor deverá diminuir, mas os acionistas já terão ganhos porque conseguiram vender as ações com um preço inflacionado. Entretanto, os acionistas que não realizaram as transações de venda perderam oportunidade de obter ganhos anormais (Miller & Rock, 1985).

A análise dos efeitos da informação baseia-se na crença do mercado que as empresas aplicam uma política de investimento ótimo. Se isso acontecer e se o mercado incorporar, o dividendo mais elevado ao nível ótimo de investimento pressuposto deverá sobrevalorizar os lucros atuais da empresa, causando um aumento de valor das ações (Miller & Rock, 1985). No entanto, aquilo pode não suceder e o investimento realizado pelas empresas pode ser inferior ao nível.

Miller & Modigliani (1961) reconheceram que essas táticas permitiam aos acionistas obter ganhos, mas que o mercado voltaria novamente a ser eficiente. Se o mercado acreditasse genuinamente que as decisões da empresa estavam em conformidade com o critério clássico, os acionistas que planeassem vender ações após o anúncio dos dividendos (mas antes de conhecerem a verdadeira situação dos lucros) poderiam "subornar" os decisores da empresa para diminuírem o investimento e distribuírem os fundos como dividendo (Miller & Rock, 1985). Mas aqueles que não tencionassem vender poderiam, em princípio, oferecer um "contra-suborno" para manter o decisor imparcial (Miller & Rock, 1985).

2.4.5 Evidências Empíricas sobre Retornos Anormais decorrentes do Anúncio da Distribuição de Dividendos

O trabalho de Bae et al. (2002) concluiu que a divulgação de uma variação dos lucros pelas empresas origina um efeito (positivo ou negativo) nos retornos acionistas. Por outro lado, Bhatia (2010) analisou 28 empresas da NSE Índia e concluiu que o anúncio da distribuição de dividendos não provocou impacto nos retornos das ações.

Boehme & Sorescu (2000) conduziram uma investigação sobre os retornos acionistas anormais acumulados de empresas dos Estados Unidos que distribuíram dividendos. Os autores focalizaram a análise nas distribuições iniciais de dividendos de cada empresa e nas distribuições realizadas entre os 33 e os 180 meses após. As conclusões sugerem que o desempenho da ação no longo prazo está diretamente relacionado com o desempenho durante o período do evento.

Neto & Saito (2002) estudaram o comportamento dos preços das ações no momento após o anúncio da distribuição de dividendos por parte das empresas cotadas na Bovespa, entre 1998 e 2000. Os autores identificaram uma relação direta entre o *dividend yield* e o retorno anormal acumulado no momento posterior ao pagamento dos dividendos pelas empresas. O retorno anormal acumulado ultrapassou 20% nos 90 dias seguintes ao evento nas empresas que mais distribuíram, ultrapassou 5% nas empresas que distribuíram valores intermédios e atingiu uma percentagem negativa nas empresas menos generosas.

Recorrendo ao estudo de eventos, Kumar & Gunasekaran (2011) analisaram um período de 41 dias, em que os primeiros 20 dias são contados antes do anúncio da distribuição de dividendos, o 21º é o dia do anúncio e os restantes 20 dias são contados após o anúncio. Os resultados evidenciam uma relação negativa entre o anúncio da distribuição de dividendos e os retornos anormais.

Rosario & Chavali (2016) pretenderam estudar o efeito que o anúncio da distribuição de dividendos causava no preço das ações das empresas presentes no Mercado de Valores de Mascate no período de 2012 a 2015. Os autores constataram um aumento significativo do preço das ações no segundo dia posterior à data de anúncio.

Adotando o estudo de eventos na Irlanda, McCluskey et al. (2007) concluíram que no momento em que as empresas diminuíam o valor dos dividendos distribuídos, o retorno anormal era negativo e quando aumentavam o valor dos dividendos, o retorno anormal era positivo.

Karim (2010) concentrou o estudo na bolsa de valores de New York e na bolsa de valores de Londres para avaliar o impacto que o anúncio da distribuição de dividendos provoca no preço das ações das empresas cotadas. O estudo permitiu concluir que na bolsa de New York não existiu uma relação significativa entre o dividendo e o preço das ações, contrariamente à bolsa de valores de londres.

No estudo de evento realizado por Zahan & Rana (2020) foi analisado o desempenho do índice Dhaka Stock Exchange (DSE30), tendo-se identificado que o anúncio da distribuição de dividendos provocou um efeito imediato no preço das ações das empresas cotadas.

Com intuito de compreender como a distribuição de dividendos afeta o preço das ações no mercado indiano, Mallikarjunappa & Manjunatha (2009) detetaram que os retornos

anormais médios eram não nulos no dia do anúncio, embora os retornos anormais médios acumulados registassem diversas alterações.

Barney & Al-Sharif (2015) constataram que a política de dividendos causa efeitos no preço das ações, constituindo um mecanismo de transmissão de informação. A mesma conclusão foi reportada por Nishat & Irfan (2004) relativamente ao mercado do Paquistão.

Considerando 1596 observações para um estudo de eventos na Bolsa de Valores de Amã durante os anos de 2010 a 2016, Ahmad et al. (2018) identificaram a presença de relação entre a política de dividendos e a volatilidade do preço das ações das 228 empresas. Concretamente, os resultados demonstraram uma relação inversa entre a volatilidade dos preços das ações e os dividendos pagos pelas empresas.

Harlina & Khoiruddin (2018) analisaram uma amostra constituída por entidades do setor financeiro da bolsa de valores da Indonésia e da bolsa de valores da Malásia entre 2016 e 2017. Os autores concluíram que o lucro por ação, as taxas de câmbio e as taxas de juro provocaram alterações no preço das ações cotadas na Indonésia, enquanto no caso da Malásia apenas o lucro por ação e a taxa de câmbio foram significantes.

Recorrendo a um estudo de eventos, Pelcher (2019) pesquisou a relação entre a política de dividendos e a volatilidade dos preços das empresas cotadas na bolsa de valores de Joanesburgo entre 2007 e 2016. O autor determinou uma correlação positiva e significativa entre o preço das ações e os retornos acionistas, concluindo que os dividendos são importantes para os acionistas.

Nguyen et al. (2020) analisaram o impacto da política de dividendos sobre o preço das ações de 260 empresas do Vietname cotadas na bolsa de valores de Hochiminh. O estudo identificou uma correlação positiva entre o rendimento de dividendos e a volatilidade do preço das ações, mas uma correlação negativa entre o pagamento de dividendos e a volatilidade. Além disso, os autores verificaram que a dimensão da empresa tem um impacto negativo na volatilidade do preço das ações.

No trabalho elaborado por Kengatharan & Ford (2021) foram estudadas 81 empresas não financeiras da *Colombo* Stock Exchange (CSE), entre 2013 e 2017, para compreender se a política de dividendos afetava o preço das ações. Os autores concluíram que o tamanho da empresa e os dividendos são fatores que influenciam o preço das ações.

3 Metodologia do Estudo dos Eventos

Os economistas podem analisar a reação do valor das empresas através do estudo do impacto económico de eventos durante um intervalo de tempo (Campbell et al., 2012). Em termos académicos, a abordagem do estudo de eventos dedica-se à análise de diversos acontecimentos relacionados com as empresas, mas também com a economia (Campbell et al., 2012).

3.1 Estudo de Eventos

A área financeira do estudo dos eventos tem sido abordada por diversos autores, tendo sido pioneiro Dolley (1933) num trabalho que analisou os impactos nos preços nominais de mercado motivados pelo desdobramento das ações.

Posteriormente, durante o período compreendido entre 1930 e 1965, surgiram outros estudos que aprofundaram o tema e os resultados (Myers & Bakay, 1948; Ashley, 1962). Além disso, Brown & Warner (1980) demonstraram a importância dos dados amostrais e da sua frequência temporal no estudo dos eventos.

Conforme referem Câmara (2013) e Mushidzhi & Ward (2004), o estudo de eventos carateriza-se, em termos gerais, por um método que analisa os dados financeiros através da diferença entre os retornos observados (provocadas pelo evento) e os retornos esperados das ações (caso o evento não se realizasse).

MacKinlay (1997) considera que o estudo de eventos permite compreender o impacto que um acontecimento provoca no valor de mercado de uma empresa. De acordo com Das et al. (2008), o estudo de eventos é bastante eficaz na análise desse tipo de impactos.

Mushidzhi & Ward (2004) afirmam que a metodologia do estudo de eventos é ideal para avaliar as discrepâncias existentes entre os retornos reais das ações e as estimativas de retornos das ações nos dias posteriores ao evento. Por exemplo, Anderson (2009) recorreu à metodologia para analisar eventuais reações devido à coincidência na divulgação de resultados e dividendos.

3.2 Identificação do Evento e Definição das Janelas de Estimação

Inicialmente importa identificar o evento para depois delinear o intervalo de análise, a janela de estimação e a janela de evento (Campbell et al., 2012). O intervalo de observação requer a definição da unidade temporal a utilizar, a janela de estimação consiste no período em que se analisam os retornos do ativo e a janela de evento consiste no período em que se analisa a formação de eventuais retornos anormais (Campbell et al., 2012).

O intervalo de observação consiste no período de tempo antes e pós-anúncio que suporta o cálculo dos retornos anormais, sendo definido em [-x; 0; +y], em que o x corresponde o número de dias anteriores ao anúncio e y significa o número de dias posteriores ao anúncio, enquanto o dia de anúncio refere-se ao dia 0 (t0) (Câmara, 2013). Os dias anteriores são considerados para capturar a possível divulgação de informação e os dias posteriores são considerados para abranger o período necessário para os investidores compreenderem as informações relacionadas ao anúncio (Câmara, 2013).

Para este estudo será utilizada uma janela de análise entre 5 dias antes do anúncio e 20 dias após o anúncio. Esta janela pressupõe um intervalo de tempo suficiente para obter as eventuais reações do mercado antes e depois do anúncio da distribuição de dividendos. Entretanto, a janela de estimação será de 61 dias de negociação, entre o dia -90 e o dia -30.

É necessário realçar a importância de a janela de estimação e a janela de evento não estarem sobrepostas, de modo a que o modelo dos retornos normais não seja influenciados pelos retornos mais próximas do evento e, assim, apenas os retornos anormais refletem o impacto (Câmara, 2013).

No estudo empírico desta dissertação pretende-se investigar se o anúncio da distribuição dos dividendos provoca retornos anormais nas ações das respetivas empresas, recorrendo à metodologia do estudo de eventos. MacKinlay (1997) e Konchitchki & O'Leary (2011) dividem o procedimento nas seguintes fases:

1. definição do evento;
2. identificação do período de estimação e do período de análise do evento;
3. seleção da amostra para o evento;
4. estimação dos retornos normais;
5. determinação dos retornos anormais;

6. acumulação dos retornos anormais;
7. teste de significância estatística.

3.3 Definição da Amostra

A amostra do estudo empírico consiste em 40 empresas cotadas presentes nos índices PSI20 e Ibex35 no ano de 2022 e 2023.

A plataforma Euronext é uma das mais importantes plataformas de bolsas de valores internacionais que inclui índices acionistas e reflete o desempenho das respetivas economias. Atualmente, na plataforma estão listados os índices europeus AEX (Holanda), CAC40 (França), BEL20 (Bélgica), PSI (Portugal), ISEQ (Irlanda) e OBX (Noruega).

A plataforma foi criada em 2000 através da fusão das bolsas de valores de Amsterdão, Bruxelas e Paris e, desde então, tem expandido as operações através de aquisições estratégicas e de parcerias para facilitar a negociação de ações, *commodities* e outros instrumentos financeiros (Pereira, 2019).

3.4 Cálculo dos Retornos Anormais

Os retornos anormais são determinados através da diferença entre os retornos efetivamente observados no ativo e os seus retornos esperados (Campbell et al., 2012). Segundo MacKinlay (1997), Pinto (2003) e Câmara (2013), o retorno anormal (AR) da ação i, na data t é calculado da seguinte forma:

$$ARx_{it} = R_{it} - E(R_{it}|X_t) \tag{3}$$

em que R_{it} e $E(R_{it}|X_t)$ significam o retorno efetivo e o esperado do título i no momento t, sendo o retorno esperado condicionado pelo evento X_t (Câmara, 2013).

O cálculo dos retornos anormais médios acionistas, no caso de não existir distribuição de dividendos, recorre ao modelo de mercado sugerido nos trabalhos de Fama et al. (1969) e MacKinlay (1997). Neste contexto, Binder (1998) e Brown e Warner (1980) salientam que o modelo de mercado é eficaz para análise da taxa de retorno esperada.

O modelo de mercado representa-se através de uma regressão linear entre os retornos do título e os retornos do índice de mercado (Câmara, 2013):

$$R_{it} = a_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

em que R_{it} é o retorno do título i no período t, R_{mt} é o retorno do índice do mercado no período t, α_i e β_i são parâmetros do modelo de regressão para o título i e ε_{it} é a variável aleatória residual.

Conforme refere Câmara (2013), o modelo de mercado divide o retorno do título em duas partes: a primeira representa a ligação ao retorno do mercado $(\alpha_i + \beta_i R_{mt})$ e a segunda representa o retorno específico da ação (ε_{it}). Na expressão (4), o parâmetro β_i consiste na sensibilidade do título i às alterações marginais do mercado, calculando-se a partir dos retornos históricos da ação durante a janela de estimação. O parâmetro α_i consiste na componente do retorno do título independentemente do retorno do mercado.

A este propósito, Brown & Warner (1985) e Kothari & Warner (2007) afirmam que os resultados do estudo de eventos em períodos curtos não são influenciados pelo modelo proposto para o cálculo dos retornos anormais.

Os parâmetros da regressão anterior podem ser determinados através do método dos mínimos quadrados (OLS) durante o período definido pela janela de estimação para o evento em estudo (Campbell et al., 2012).

Entretanto, os retornos acionistas diários são determinados através do logaritmo do quociente entre os preços de fecho, ajustados pelos dividendos distribuídos no dia "t", entre datas consecutivas (Câmara, 2013):

$$R_{i,t} = \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right) \quad (5)$$

em que $P_{i,t}$ é o preço da ação i (ou o nível do índice) no dia t e $P_{i,t-1}$ é preço da ação i (ou o nível do índice) no dia anterior t-1.

O passo seguinte consiste no cálculo dos retornos anormais em cada dia da janela de evento através da diferença entre os retornos efetivos da ação e os seus retornos esperados (Câmara, 2013):

$$AR_{it} = R_{it} - \left(\hat{a} + \widehat{\beta}_i R_{mt}\right) \tag{6}$$

Os retornos anormais referem-se ao desempenho da ação que não está diretamente relacionado com o mercado, ou seja, são os retornos que são afetados por informação pública e privada sobre o título (Câmara, 2013). No entanto, a metodologia do estudo de eventos pressupõe que a empresa não divulga informação pública no período da janela de evento (Campbell et al., 2012). Por isso, as diferenças observáveis entre os retornos efetivos e os retornos esperados referem-se ao anúncio da distribuição de dividendos, que poderão exercer impactos no preço das ações (Campbell et al., 2012).

Depois da etapa anterior, determinam-se os valores médios dos retornos anormais das ações das empresas selecionadas para cada período (Câmara, 2013):

$$AAR_t = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} AR_{it} \tag{7}$$

em que N é o número de eventos.

Entretanto, determinam-se as variâncias dos valores médios dos retornos anormais (Câmara, 2013):

$$VAR(AAR_t) = \frac{1}{N^2}\sum_{i=1}^{N} \sigma_{\varepsilon_i}^2 \tag{8}$$

Importa, ainda, determinar os retornos anormais médios acumulados (Câmara, 2013):

$$CAAR\left[t_{1,}t_2\right] = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t \tag{9}$$

em que t1 e t2 representam o primeiro e o último dia, respetivamente, da janela de evento.

Finalmente, importa determinar as respetivas variâncias (Câmara, 2013):

$$VAR(CAAR[t_1 t_2]) = \sum_{t=t_1}^{t_2} VAR(AAR_t) \tag{10}$$

3.5 Testes Estatísticos

A importância da análise dos retornos anormais, determinados depois da regressão econométrica, depende da sua relevância em termos estatísticos. Newbold et al. (2013) sugerem alguns testes de hipóteses. Através dos princípios fundamentais da inferência estatística, a hipótese nula consiste na inexistência de retornos anormais durante a janela de evento e a hipótese alternativa indica a possibilidade de haver retornos anormais nesse período (Câmara, 2013):

$$H_0: \gamma = 0$$
$$H_1: \gamma \neq 0$$

em que a variável γ representa os AAR ou os CAAR.

Os testes de significância estatísticos podem ser divididos entre testes paramétricos, que dependem de suposições sobre a distribuição dos retornos dos ativos da amostra, e testes não paramétricos, que dispensam aqueles pressupostos (Newbold et al., 2013).

O teste paramétrico pretende estimar a relevância dos AAR e dos CAAR sob a hipótese de que o anúncio da distribuição de dividendos tem implicações nos retornos das ações das empresas da amostra, pressupondo que as duas variáveis se aproximam de uma distribuição normal (Câmara, 2013):

$$AAR \sim N(0, Var\ AAR_t)$$
$$CAAR_{t1,t2} \sim N\left(0, Var\ CAAR_{t1,t2}\right)$$

Assim, o teste à hipótese nula pode ser realizado através das seguintes expressões ((Mackinlay, 1997); (Câmara, 2013)):

$$\theta_1 = \frac{AAR_{i,t}}{\sqrt{Var\left(AAR_{i,t}\right)}} \sim N(0,1) \quad ; \quad \theta_2 = \frac{CAAR_{i,t}}{\sqrt{Var\left(CAAR_{i,t}\right)}} \sim N(0,1) \tag{11}$$

4 Estudo Empírico

Neste capítulo será identificada a amostra e o período de análise, bem como os resultados obtidos através da metodologia do estudo dos eventos para analisar o impacto do anúncio da distribuição de dividendos nos retornos acionistas de empresas cotadas nos índices ibéricos.

4.1 Amostra e Período de Análise

A realização do estudo empírico recorreu ao preço de fecho diário das ações de empresas cotadas nos índices bolsistas do mercado ibérico, o PSI e o IBEX35, durante os anos de 2022 e de 2023. No total, a análise estuda 40 empresas, 19 sediadas em Portugal e 21 sediadas em Espanha.

Pretendendo-se analisar o impacto do anúncio da distribuição de dividendos no preço das ações, averiguando a eventual formação de retornos anormais, o procedimento do estudo dos eventos nesta dissertação considera o período de estimação [-90,-30] dias e o período de análise [-5,+20] dias, tendo em conta t=0 a data do anúncio dos dividendos que carateriza o evento.

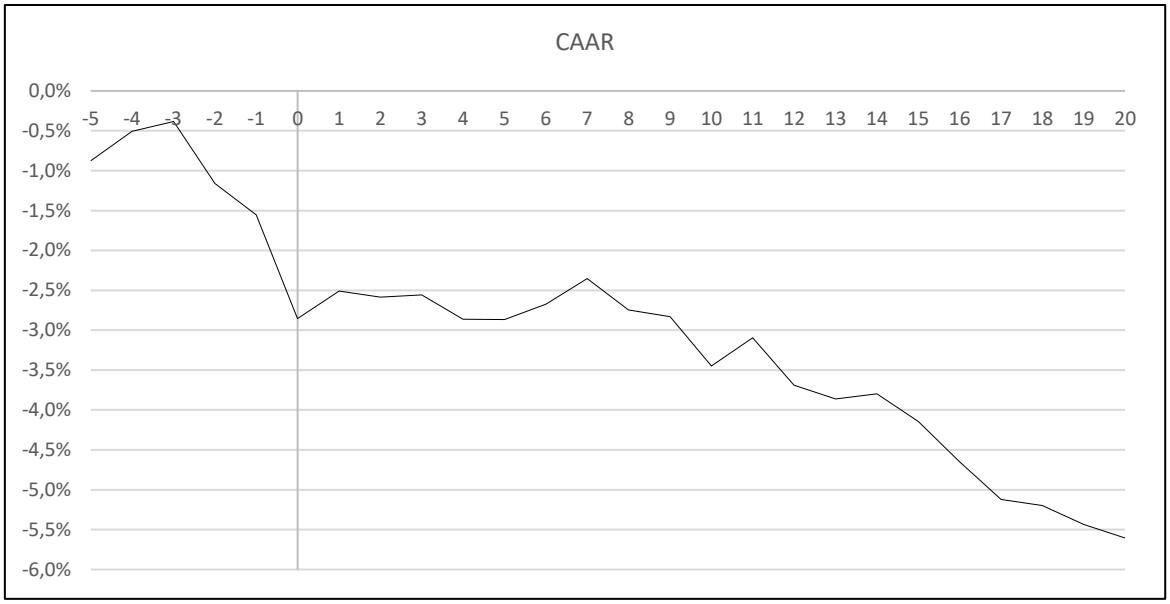
No período de estimação são determinados os parâmetros α e β do modelo de mercado, recorrendo ao método OLS, e durante o período de análise são realizados os testes de significância aos AAR e aos CAAR.

4.2 Retornos Anormais

4.2.1 Análise das Empresas Portuguesas

O gráfico 1 representa a evolução dos CAAR agregados das 19 empresas portuguesas cotadas no índice PSI e a tabela 1 apresenta os resultados do teste de hipóteses $\theta 2$ bilateral para a significância estatística dos CAAR durante o período [-5;+20].

Gráfico 1 - Retornos anormais acumulados (CAAR): Empresas portuguesas [-5;+20]



Fonte: Elaboração Própria

Tabela 1- Teste de Hipóteses θ2: Empresas portuguesas [-5;+20]

-5	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5	+6	+7	+8	+9	+10	+11	+12	+13	+14	+15	+16	+17	+18	+19	+20
-0,4	-0,2	-0,2	-0,5	-0,7	-1,4	-1,2	-1,2	-1,2	-1,4	-1,4	-1,3	-1,1	-1,3	-1,3	-1,6	-1,5	-1,7	-1,8	-1,8	-2,0	-2,2	-2,4	-2,5	-2,6	-2,7

Nota: a primeira linha indica os dias e a segunda linha indica os p-values

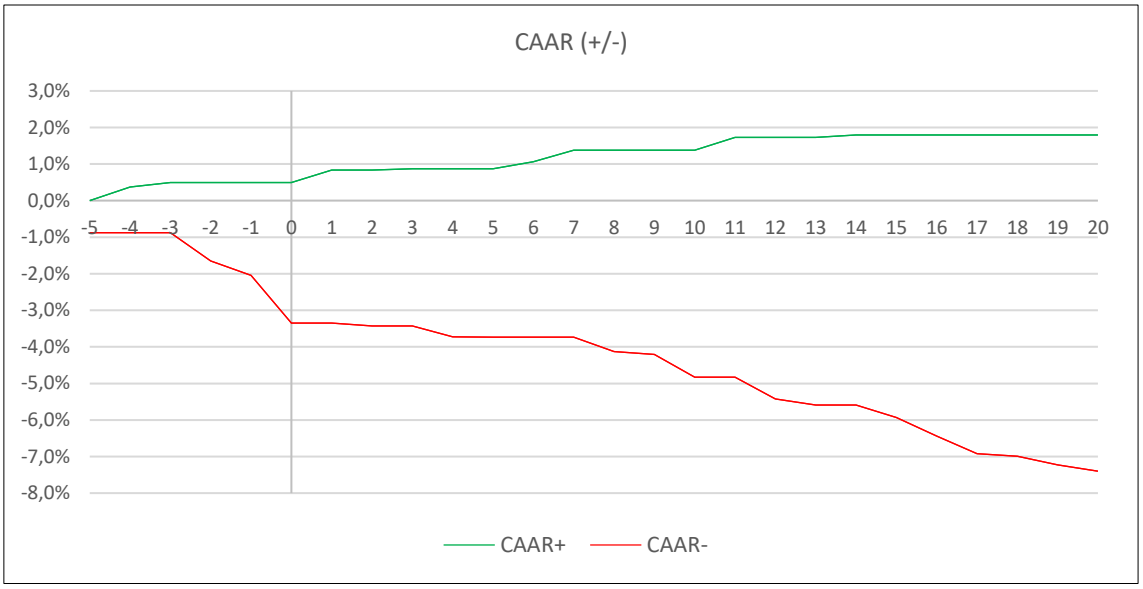
Fonte: Elaboração Própria

Verifica-se uma acumulação de AAR negativos, salientando-se uma queda mais acentuada nos três dias até à data do evento e outra queda mais prolongada a partir do dia +7. Este desempenho, com uma perda média anormal líquida de -2,85% em t=0, sugere que os investidores anteciparam com desagrado os dividendos divulgados pelas empresas da amostra portuguesa.

Apesar do movimento praticamente horizontal entre os dias 0 e +7, a partir do dia +15 os AAR acumularam perdas estatisticamente significativas que atingem -5,61% no dia +20.

O gráfico 2 representa a evolução dos CAAR agregados, detalhados entre valores positivos e negativos, das 19 empresas portuguesas cotadas no índice PSI durante o período [-5;+20] dias.

Gráfico 2 - Retornos anormais acumulados (CAAR) positivos e negativos: Empresas portuguesas [-5;+20]



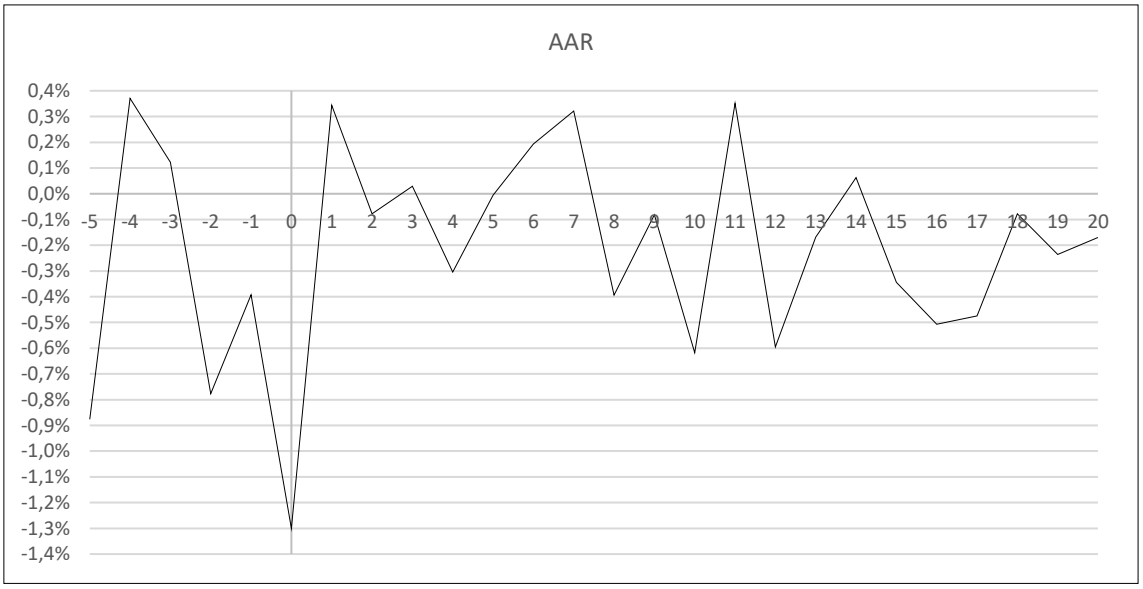
Fonte: Elaboração Própria

O detalhe dos AAR permite constatar que os ganhos acumularam +1,79% durante o período de análise, contrastando com as perdas que acumularam -7,40%. O ligeiro movimento ascendente deveu-se, fundamentalmente, às pequenas variações dos preços das ações ocorridas nos dias +1, +7 e +11.

O desempenho dos CAAR negativos corrobora as evidências anteriores, identificando a perda até à data do evento e a continuidade dessa tendência a partir do dia +7.

O gráfico 3 representa a evolução dos AAR agregados das 19 empresas portuguesas cotadas no índice PSI durante o período [-5;+20] dias.

Gráfico 3 - Retornos médios anormais (AAR): Empresas portuguesas [-5;+20]

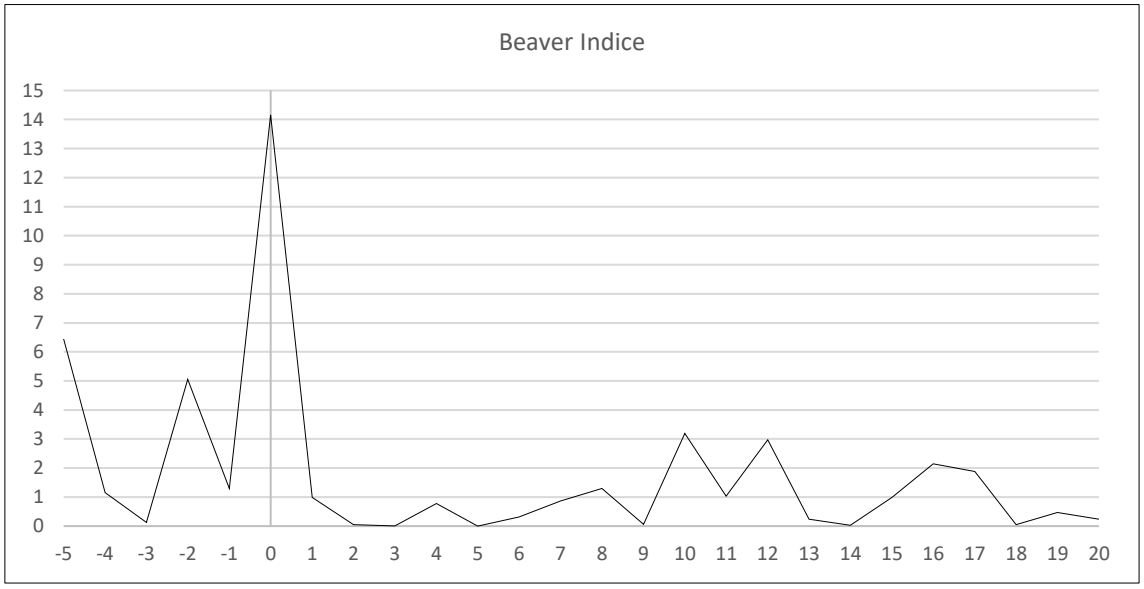


Fonte: Elaboração Própria

Antes do evento, os AAR oscilam com amplitude entre valores positivos e negativos, atingindo o mínimo de -1,3% no dia do anúncio da distribuição de dividendos. A seguir recuperam e formaram uma banda lateral limitada entre o mínimo de -0,62% (t=+10) e o máximo de +0,35% (t=11).

O gráfico 4 representa a reação do preço das ações das 19 empresas portuguesas cotadas no índice PSI, medido pelo indicador de Beaver, e a tabela 2 apresenta os resultados do teste de hipóteses $\theta 1$ bilateral para a significância estatística dos AAR durante o período [-5;+20] dias.

Gráfico 4 - Reação do preço acionista (índice de Beaver): Empresas portuguesas [-5; +20]



Fonte: Elaboração Própria

Tabela 2 - Teste de Hipóteses θ1: Empresas portuguesas [-5;+20]

-5	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5	+6	+7	+8	+9	+10	+11	+12	+13	+14	+15	+16	+17	+18	+19	+20
-2,5	1,1	0,4	-2,2	-1,1	-3,7	1,0	-0,2	0,1	-0,9	-0,2	0,6	0,9	-1,1	-0,2	-1,8	1,0	-1,7	-0,5	0,2	-1,0	-1,4	-1,4	-0,2	-0,7	-0,5

Nota: a primeira linha indica os dias e a segunda linha indica os p-values

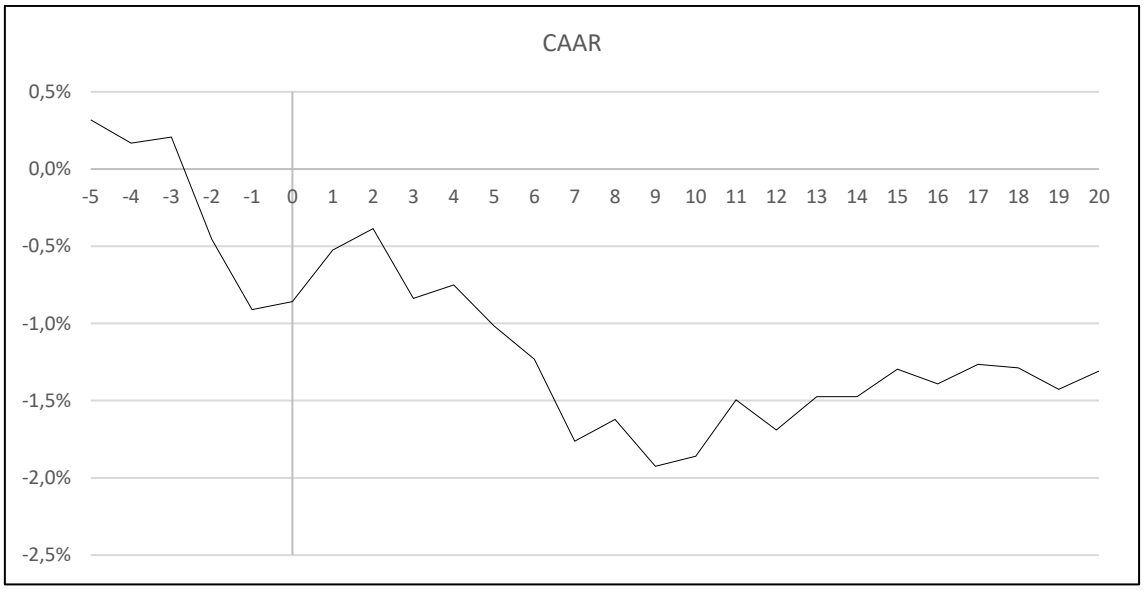
Fonte: Elaboração Própria

A configuração gráfica identifica os picos significativos dos dias -5, -2 e 0, sendo todos eles formados por AAR negativos. Este desempenho corrobora as evidências anteriores, sugerindo que, após o evento, os AAR desaparecem, proporcionando evidência a favor da hipótese de mercado eficiente sob a forma semiforte no mercado português.

4.2.2 Análise das Empresas Espanholas

O gráfico 5 representa a evolução dos CAAR agregados das 21 empresas espanholas cotadas no índice IBEX35 e a tabela 3 apresenta os resultados do teste de hipóteses $\theta 2$ bilateral para a significância estatística dos CAAR durante o período [-5;+20].

Gráfico 5 - Retornos anormais acumulados (CAAR): Empresas espanholas [-5; +20]



Fonte: Elaboração Própria

Tabela 3 - Teste de Hipóteses θ2: Empresas espanholas [-5;+20]

-5	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5	+6	+7	+8	+9	+10	+11	+12	+13	+14	+15	+16	+17	+18	+19	+20
0,2	0,1	0,1	-0,3	-0,6	-0,5	-0,3	-0,2	-0,5	-0,5	-0,6	-0,8	-1,1	-1,0	-1,2	-1,2	-1,0	-1,1	-0,9	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,9	-0,8

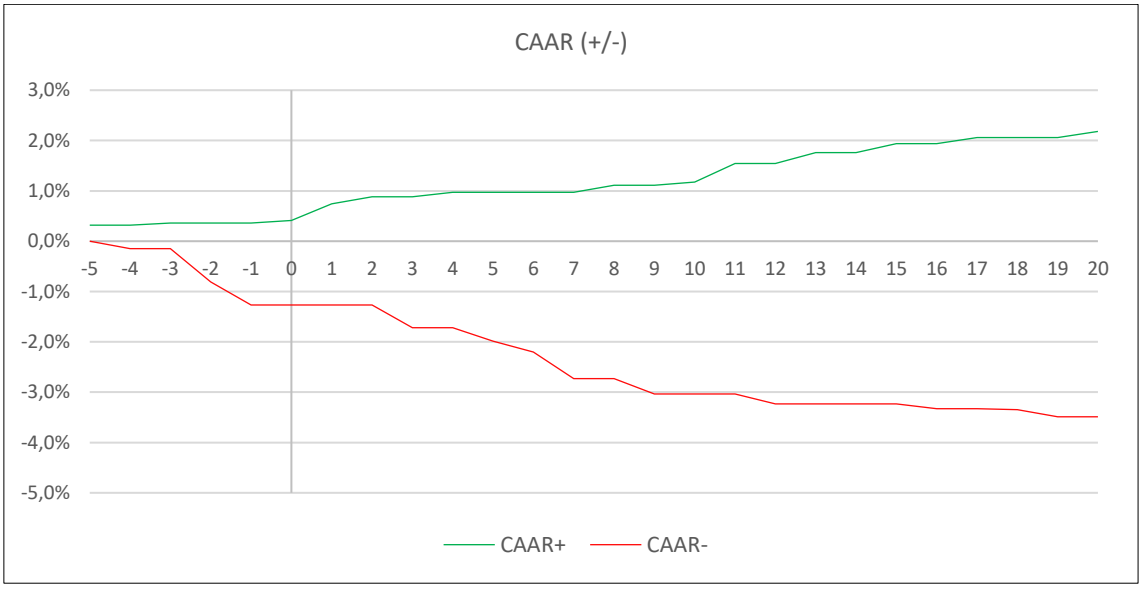
Nota: a primeira linha indica os dias e a segunda linha indica os p-values

Fonte: Elaboração Própria

Verifica-se um comportamento dos CAAR de positivos para negativos com a proximidade da data do evento, onde a perda média anormal líquida atingiu -0,86%, sugerindo que o mercado antecipou uma distribuição de dividendos abaixo das expetativas. Durante o período de análise, os CAAR ainda revelaram duas fases de recuperação ligeira, uma entre os dias -1 e +2 e outra entre os dias +9 e +17. Ainda assim, até ao final da análise os AAR acumularam perdas de -1,31% sem significado estatístico.

O gráfico 6 representa a evolução dos CAAR agregados, detalhados entre valores positivos e negativos, das 21 empresas espanholas cotadas no índice IBEX35 durante o período [-5;+20] dias.

Gráfico 6 - Retornos anormais acumulados (CAAR) positivos e negativos: Empresas espanholas [-5; +20]



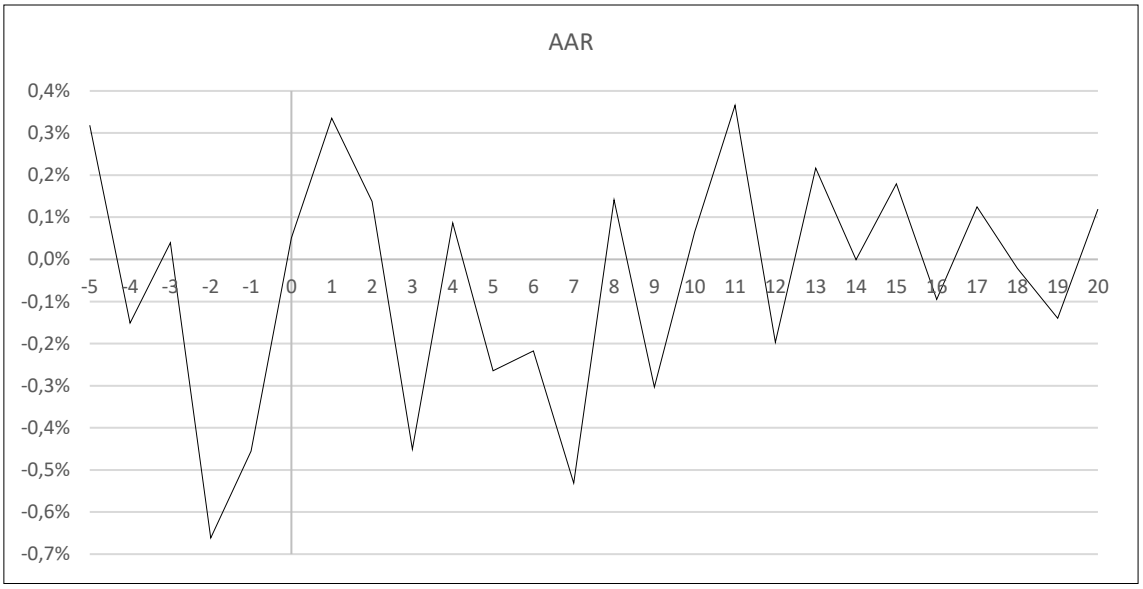
Fonte: Elaboração Própria

O detalhe dos CAAR permite constatar que as perdas iniciam antes dos ganhos, embora não sofram qualquer impacto no dia do evento. As perdas anormais são mais acentuadas a partir do dia +9 e os ganhos anormais são mais acentuados a partir do dia +10, acumulando -3,49% e +2,18%, respetivamente, até ao final do período de análise.

A oscilação em ambas as linhas de progressão dos CAAR denota a volatilidade dos retornos anormais das ações das empresas espanholas até ao dia +20.

O gráfico 7 representa a evolução dos AAR agregados das 21 empresas espanholas cotadas no índice IBEX35 durante o período [-5;+20] dias.

Gráfico 7 - Retornos médios anormais (AAR): Empresas espanholas [-5;+20]

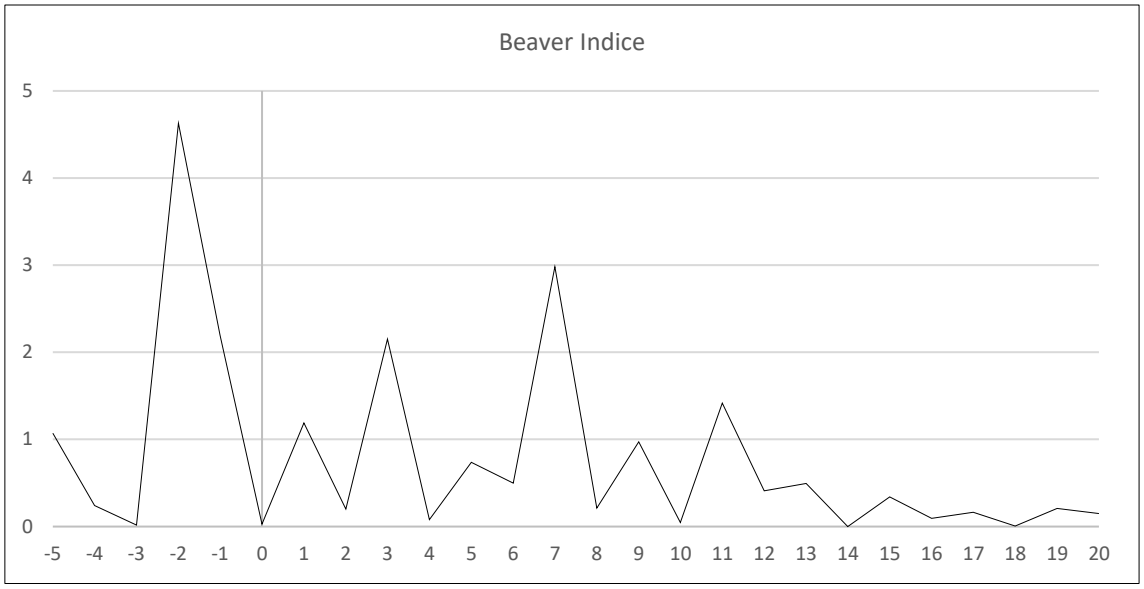


Fonte: Elaboração Própria

Os AAR oscilam com maior amplitude em torno da data do evento até ao dia +3, variando entre o mínimo de -0,66% (t=-2) e o máximo de +0,34% (t=+1) e tendo uma forte recuperação no dia do anúncio da distribuição de dividendos. Posteriormente, com exceção dos dias +7 e +11, a volatilidade foi diminuindo e os AAR tenderam a anular-se, atingindo +0,12% no final do período de análise.

O gráfico 8 representa a reação do preço das ações das 21 empresas espanholas cotadas no índice IBEX35, medido pelo indicador de Beaver, e a tabela 4 apresenta os resultados do teste de hipóteses $\theta 1$ bilateral para a significância estatística dos AAR durante o período [-5;+20] dias.

Gráfico 8 - Reação do preço acionista (índice de Beaver): Empresas espanholas [-5; +20]



Fonte: Elaboração Própria

Tabela 4 - Teste de Hipóteses θ1: Empresas espanholas [-5;+20]

-5	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5	+6	+7	+8	+9	+10	+11	+12	+13	+14	+15	+16	+17	+18	+19	+20
1,1	-0,5	0,1	-2,4	-1,6	0,2	1,2	0,5	-1,6	0,3	-0,9	-0,8	-1,9	0,5	-1,1	0,2	1,3	-0,7	0,8	0,0	0,6	-0,3	0,4	-0,1	-0,5	0,4

Nota: a primeira linha indica os dias e a segunda linha indica os p-values

Fonte: Elaboração Própria

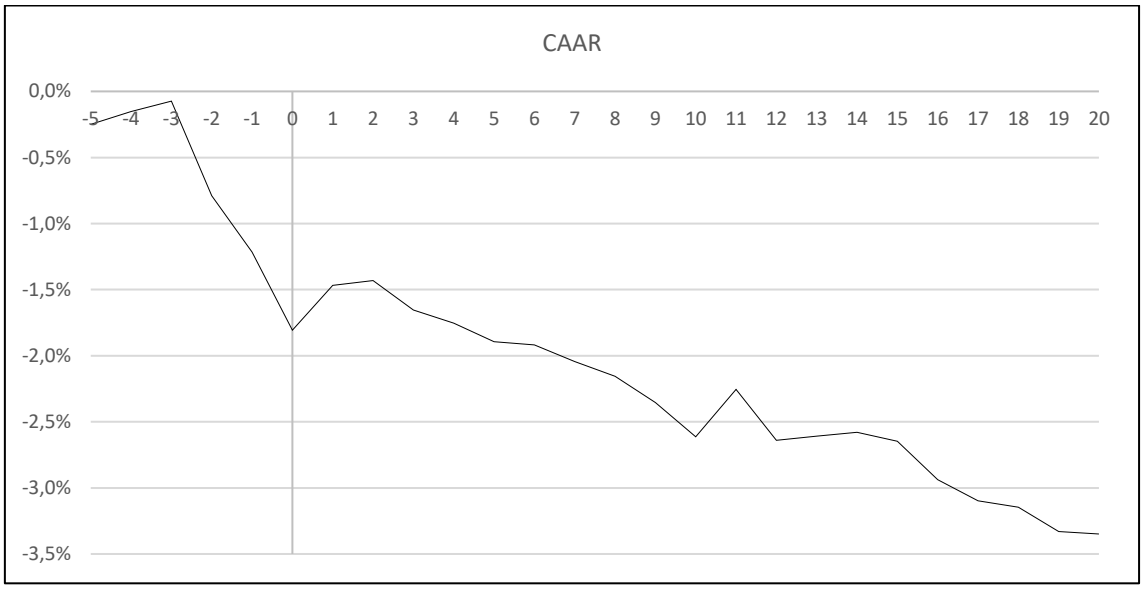
A configuração gráfica identifica o pico significativo do dias -2, formado por AAR negativo, e duas réplicas no mesmo sentido, mas sem relevância estatística, nos dias +3 e +7. Isto sugere que o mercado descontou na antevéspera do evento a expetativa de uma distribuição de dividendos mais generosa, ainda que ocorressem algumas correções ascendentes até ao dia +3. Este desempenho corrobora as evidências anteriores, sugerindo que, após o evento, os AAR desaparecem, proporcionando evidência a favor da hipótese de mercado eficiente sob a forma semiforte no mercado espanhol.

4.2.3 Análise Conjunta das Empresas Portuguesas e Espanholas

Nesta secção, a análise agrega todas as empresas, portuguesas e espanholas, consideradas na amostra.

O gráfico 9 representa a evolução dos CAAR agregados das 40 empresas cotadas nos índices ibéricos e a tabela 5 apresenta os resultados do teste de hipóteses $\theta 2$ bilateral para a significância estatística dos CAAR durante o período [-5;+20].

Gráfico 9 - - Retornos anormais acumulados (CAAR): Todas as empresas [-5; +20]



Fonte: Elaboração Própria

Tabela 5 - Teste de Hipóteses θ2: Todas as empresas [-5;+20]

-5	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5	+6	+7	+8	+9	+10	+11	+12	+13	+14	+15	+16	+17	+18	+19	+20
-0,2	-0,1	-0,1	-0,6	-0,9	-1,4	-1,1	-1,1	-1,3	-1,4	-1,5	-1,5	-1,6	-1,7	-1,8	-2,0	-1,7	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,3	-2,4	-2,4	-2,6	-2,6

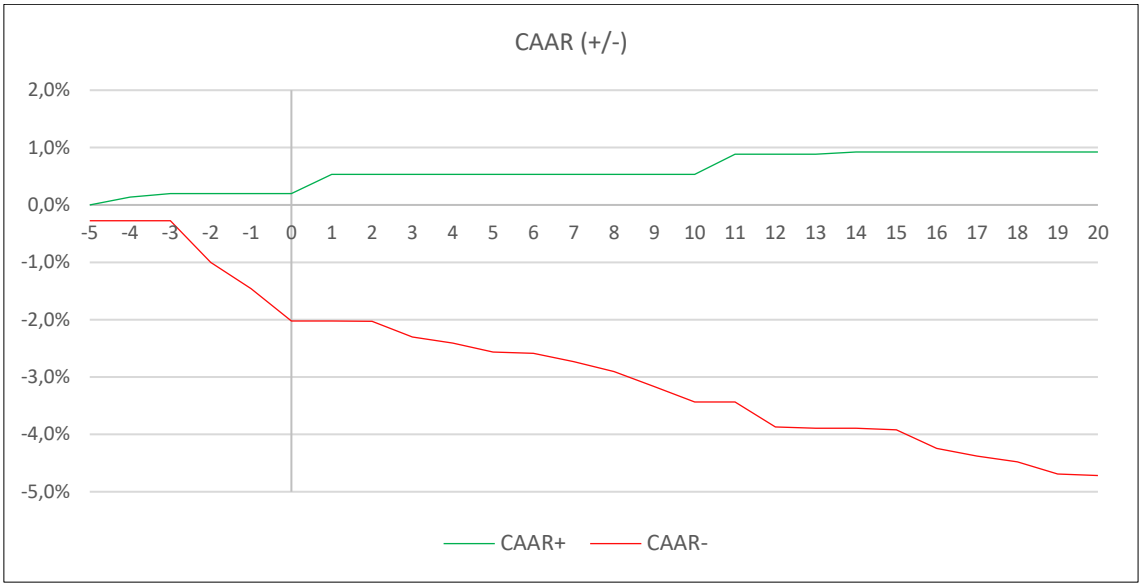
Nota: a primeira linha indica os dias e a segunda linha indica os p-values

Fonte: Elaboração Própria

Verifica-se uma acumulação de AAR negativos, tal como referido para as empresas portuguesas, salientando-se três momentos de queda: a primeira, mais acentuada, nos três dias até à data do evento, a segunda a partir do dia +2 e a terceira a partir do dia +15. Durante o período de análise ainda se identificam duas ligeiras recuperações: a primeira nos dois dias seguintes ao evento e a segunda no dia +11. No entanto, o significativo desempenho negativo a partir do dia +10 determinou a acumulação de perdas anormais de -3,35% até ao final do período de análise. Isto sugere que os dividendos anunciados pelas empresas da amostra não satisfizeram as expetativas dos investidores.

O gráfico 10 representa a evolução dos CAAR agregados, detalhados entre valores positivos e negativos, das 40 empresas cotadas nos índices ibéricos durante o período [-5;+20] dias.

Gráfico 10 - Retornos anormais acumulados (CAAR) positivos e negativos: Todas as empresas [-5; +20]



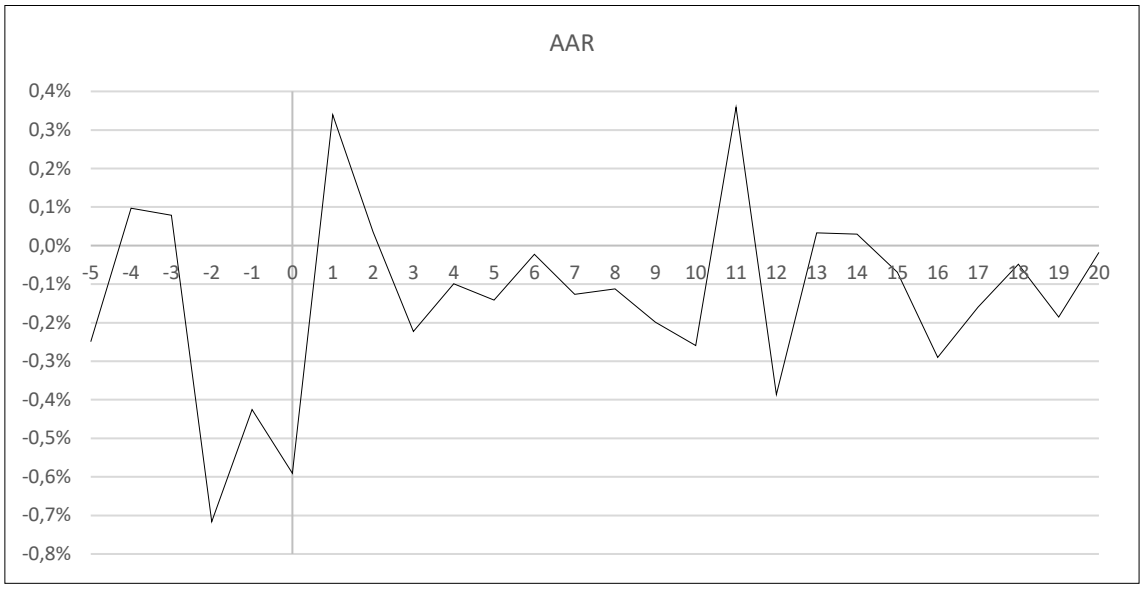
Fonte: Elaboração Própria

O detalhe dos AAR permite constatar que os ganhos acumularam +0,92% durante o período de análise, contrastando com as perdas que acumularam -4,72%. O ligeiro movimento ascendente deveu-se, fundamentalmente, às pequenas variações dos preços das ações ocorridas nos dias +1 e +11.

O desempenho dos CAAR negativos corrobora as evidências anteriores, identificando o maior declínio até à data do evento.

O gráfico 11 representa a evolução dos AAR agregados das 40 empresas cotadas nos índices ibéricos durante o período [-5;+20] dias.

Gráfico 11 - Retornos médios anormais (AAR): Todas as empresas [-5; +20]

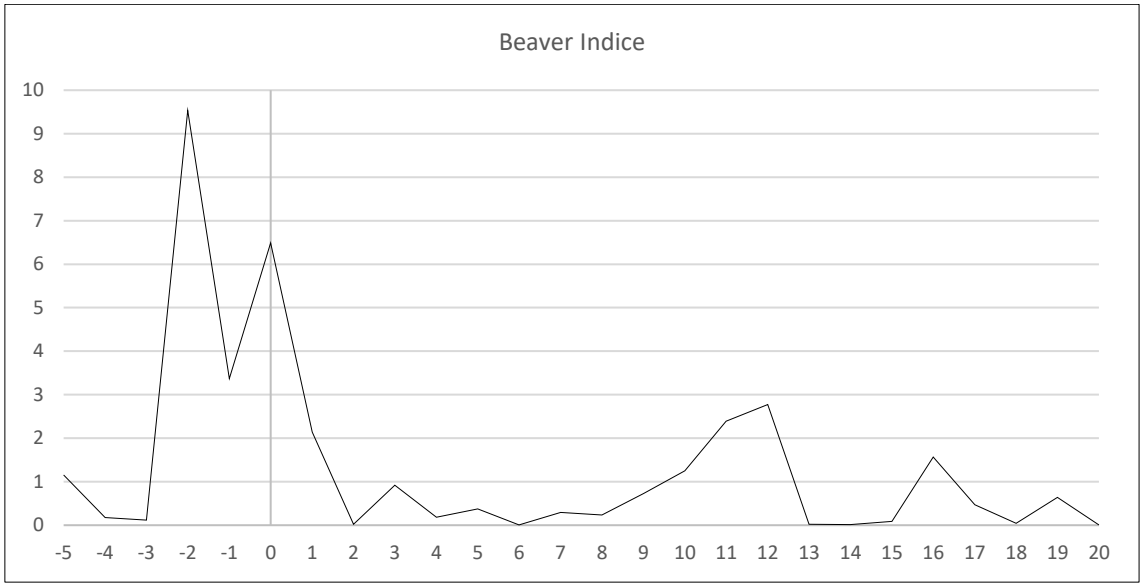


Fonte: Elaboração Própria

Os AAR tiveram elevada volatilidade, fundamentalmente entre valores negativos, até ao dia +1, em que o crescimento foi de +0,25%. Com exceção das réplicas nos dias +11 e +12, a partir do dia +3 os AAR evoluíram horizontalmente com baixa amplitude.

O gráfico 12 representa a reação do preço das ações das 40 empresas cotadas nos índices ibéricos, medido pelo indicador de Beaver, e a tabela 6 apresenta os resultados do teste de hipóteses $\theta 1$ bilateral para a significância estatística dos AAR durante o período [-5;+20] dias.

Gráfico 12 – Reação do preço acionista (índice de Beaver): Todas as empresas [-5; +20]



Fonte: Elaboração Própria

Tabela 6 - Teste de Hipóteses θ1: Todas as empresas [-5;+20]

-5	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5	+6	+7	+8	+9	+10	+11	+12	+13	+14	+15	+16	+17	+18	+19	+20
-1,1	0,4	0,4	-3,2	-1,9	-2,7	1,5	0,2	-1,0	-0,4	-0,6	-0,1	-0,6	-0,5	-0,9	-1,2	1,6	-1,7	0,1	0,1	-0,3	-1,3	-0,7	-0,2	-0,8	-0,1

Nota: a primeira linha indica os dias e a segunda linha indica os p-values

Fonte: Elaboração Própria

A configuração gráfica identifica os picos significativos dos dias -2 e 0, sendo todos eles formados por AAR negativos. Este desempenho corrobora as evidências anteriores, sugerindo que, após o evento, os AAR desaparecem, proporcionando evidência a favor da eficiência sob a forma semiforte no mercado ibérico.

5 Conclusão

A presente dissertação teve como objetivo analisar o impacto do anúncio da distribuição de dividendos nos retornos acionistas de 40 empresas cotadas no mercado ibérico durante o período mais recente, entre 2022 e 2023. Recorrendo à metodologia do estudo de eventos, a análise foi realizada no intervalo [-5;+20] dias e desenvolveu-se em três fases: inicialmente apresentou-se o estudo para 19 empresas cotadas no índice português PSI, depois para as 21 empresas cotadas no índice espanhol Ibex35 e, finalmente, o estudo agregado para o conjunto das 40 empresas.

Os resultados mostram uma tendência de acumulação de AAR negativos mais pronunciada antes do evento, sugerindo que os investidores anteciparam com desagrado os dividendos divulgados pelas empresas portuguesas da amostra. Para além disso, identifica-se uma reação significativa dos preços acionistas, especialmente no dia t=0, evidenciando que o anúncio dos dividendos impactou no preço das ações. Ainda assim, a significância dos retornos anormais, predominantemente negativos, desaparece a seguir à data do evento, proporcionando evidências a favor da eficiência financeira sob a forma semiforte do mercado português.

Com a proximidade da data do evento no mercado espanhol, os ligeiros ganhos anormais anularam-se e, nos dias seguintes, sobressai a acumulação de perdas anormais, sugerindo que os investidores anteciparam uma distribuição de dividendos abaixo das expetativas. Talvez por isso, uma reação significativa dos preços acionistas ocorresse na antevéspera da data de anúncio dos dividendos.

A configuração dos CAAR na análise agregada das empresas do mercado ibérico é mais influenciada pelo desempenho das ações cotadas no índice português. No período de análise salientam-se as quedas nos três dias até à data de evento, refletindo o impacto do evento, e a acumulação de perdas significativas a partir do dia +10. Ainda assim, depois do período mais restrito em torno da data de anúncio, a oscilação dos AAR conjuntos contraiu em relação às configurações de cada um dos mercados. Consequentemente, os AAR significativos parecem desaparecer logo após o dia t=0, proporcionando evidências a favor da eficiência sob a forma semiforte do mercado ibérico.

Como principal limitação destacam-se os constrangimentos nas economias internacionais provocados pela atual guerra na Ucrânia, que poderão condicionar as políticas de distribuição de dividendos empresariais devido às alterações nas expetativas dos investidores.

Para trabalhos de investigação futura sugere-se a extensão do período em estudo e a inclusão de empresas cotadas noutros índices internacionais para averiguar a consistência dos resultados com a teoria da eficiência dos mercados de capitais.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Aharony, J., & Swary, I. (1980). Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: An empirical analysis. *The Journal of Finance*, *35*(1), 1–12.

Ahmad, M. A., Alrjoub, A. M. S., & Alrabba, H. M. (2018). The effect of dividend policy on stock price volatility: Empirical evidence from Amman Stock Exchange. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, *22*(2), 1–8.

Anderson, W. (2009). Alternative event study methodology for detecting dividend signals in the context of joint dividend and earnings announcements. *Accounting & Finance*, *49*(2), 247–265.

Ashley, J. W. (1962). Stock prices and changes in earnings and dividends: some empirical results. *Journal of Political Economy*, *70*(1), 82–85.

Bae, G. S., Cheon, Y. S., & Kang, J.-K. (2002). Intra-Group Propping: Evidence from the Stock-Price Effects of Earnings Announcements by Korean Business Groups. 한국회계학회 학술연구발표회 논문집, *2002*(2), 417–452.

Barney, G., & Al-Sharif, L. (2015). *Elevator traffic handbook: theory and practice*. Routledge.

Barros, C. P., Peypoch, N., & Borges, M. R. (2009). *School of Economics and Management Department of Economics Calendar Effects in Stock Markets : Critique of Previous Methodologies And Recent Evidence in European Countries 1*.

Bhatia, P. (2010). A study of dividend announcements on stock returns of popularly traded companies in India. *Asia Pacific Journal of Research in Business Management*, *1*(3), 178–189.

Binder, J. (1998). The event study methodology since 1969. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, *11*, 111–137.

Black, F., & Scholes, M. (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics*, *1*(1), 1–22.

Boehme, R. D., & Sorescu, S. M. (2000). Seven decades of long term abnormal return persistence: The case of dividend initiations and resumptions. *Available at SSRN 204437*.

Brown, S. J., & Warner, J. B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, *8*(3), 205–258.

Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, *14*(1), 3–31.

Câmara, G. F. M. (2013). *O impacto dos anúncios de dividendos nos preços das ações do mercado ibérico*. Universidade dos Acores (Portugal).

Campbell, J. Y., Lo, A. W., & MacKinlay, A. C. (2012). The econometrics of financial markets. *The Econometrics of Financial Markets*, 1–611. https://doi.org/10.1017/s1365100598009092

Chen, Q., Goldstein, I., & Jiang, W. (2007). Price informativeness and investment sensitivity to stock price. *The Review of Financial Studies*, *20*(3), 619–650.

Ciccone, S. (2011). Investor Optimism, False Hopes and the January Effect. *Journal of Behavioral Finance*, *12*, 158–168. https://doi.org/10.1080/15427560.2011.602197

Das, S., Pattanayak, J. K., & Pathak, P. (2008). The effect of quarterly earnings announcements on Sensex: A case with clustering of events. *The IUP Journal of Accounting Research and Audit Practices*, *7*(4), 64–78.

Dolley, J. C. (1933). Characteristics and procedure of common stock split-ups. *Harvard Business Review*, *11*(3), 316–326.

Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, *74*(4), 650–659.

Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, *25*(2), 383. https://doi.org/10.2307/2325486

Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*, *10*(1), 1–21.

Foster, G. (1977). Quarterly Accounting Data: Time- Series Properties and Predictive-Ability Results. *Quarterly Accounting Data THE ACCOUNTING REVIEW*, *52*(1), 1–21. http://www.jstor.org/stable/246028%5Cnhttp://about.jstor.org/terms

Fountas, S., & Segredakis, K. N. (2002). Emerging stock markets return seasonalities: the January effect and the tax-loss selling hypothesis. *Applied Financial Economics*,

12(4), 291–299. https://doi.org/10.1080/09603100010000839

Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *The Journal of Finance*, *18*(2), 264–272.

Gultekin, M. N., & Gultekin, N. B. (1983). Stock market seasonality: International Evidence. *Journal of Financial Economics*, *12*(4), 469–481. https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(83)90044-2

Harlina, V. R., & Khoiruddin, M. (2018). Dividend policy and economic variable to stock price volatility: Comparison of Indonesia and Malaysia. *Management Analysis Journal*, *7*(4), 506–515.

Kane, A., Lee, Y. K., & Marcus, A. (1984). Earnings and Dividend Announcements: Is There a Corroboration Effect? *The Journal of Finance*, *39*(4), 1091–1099. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03894.x

Karim, M. (2010). Announcement effect of dividend on the stock price of enlisted companies in developed countries: A comparative study between London stock exchange & New York stock exchange. *Available at SSRN 1624363*.

Keim, B. (1983). Evidence research in financial returns and market value of common equity for samples Banz and implicitly This study examines the month-to-month stability of the size anomaly over the period from 1963-1979 . The evidence indicates that nearly fifty percent. *Journal of Financial Economics*, *12*, 13–32.

Keim, D. B. (1989). Trading patterns, bid-ask spreads, and estimated security returns: The case of common stocks at calendar turning points. *Journal of Financial Economics*, *25*(1), 75–97. https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90097-4

Kengatharan, L., & Ford, J. S. D. (2021). Dividend policy and share price volatility: Evidence from listed non-financial firms in Sri Lanka. *International Journal of Business and Society*, *22*(1), 227–239.

Khan, N. U. (2011). *Dividend policy and the stock market reaction to dividend announcements in Pakistan*. University of Dundee Scotland.

Kohers, T., & Kohli, R. K. (1991). The Anomalous Stock Market Behavior of Large Firms in January: The Evidence from the S&P Composite and Component Indexes.

Quarterly Journal of Business and Economics, *30*(3), 14–32. http://www.jstor.org/stable/40473027

Konchitchki, Y., & O'Leary, D. E. (2011). Event study methodologies in information systems research. *International Journal of Accounting Information Systems*, *12*(2), 99–115.

Kothari, S. P., & Warner, J. B. (2007). Econometrics of event studies. In *Handbook of empirical corporate finance* (pp. 3–36). Elsevier.

Kumar, S. S., & Gunasekaran, S. (2011). The impact of dividend announcement on stock returns: evidence from NSE. *International Journal of Business Economics and Management Research*, *2*(3), 77–87.

Lakonishok, J., & Smidt, S. (1988). Are Seasonal Anomalies Real? A Ninety-Year Perspective. *The Review of Financial Studies*, *1*(4), 403–425. http://www.jstor.org/stable/2962097

Legenzova, R., Jurakovaite, O., & Galinskaite, A. (2017). The analysis of dividend announcement impact on stock prices of baltic companies. *Central European Business Review*, *6*(1), 61–75. https://doi.org/10.18267/J.CEBR.173

Lobão, Júlio; Lobão, C. (2018). Sazonalidade Mensal e o Efeito Passagem de Ano: Nova Evidência da Euronext Lisbon. *Portuguese Journal of Finance, Management and Accouting*, *4*(1), 430–439.

Mabhunu, M. (2004). The market efficiency hypothesis and the behaviour of stock returns on the JSE securities exchange. *Unpublished Masters Thesis. Economics Department. Rhodes University*.

MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, *35*(1), 13–39.

Mallikarjunappa, T., & Manjunatha, T. (2009). Stock price reactions to dividend announcements. *Journal of Management and Public Policy*, *1*(1), 43–56.

Manzoor, H. (2017). Impact of Dividends Announcements on Stock Returns Evidence From Karachi Stock Market. *American Research Journal of Business Management*, *1*, 25–36. https://doi.org/10.21694/2379-1047.15009

McCluskey, T., Burton, B., & Power, D. (2007). Evidence on Irish financial directors' views about dividends. *Qualitative Research in Accounting & Management*, *4*(2), 115–132.

Meckling, W. H., & Jensen, M. C. (1976). Theory of the Firm. *Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*.

Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, *34*(4), 411–433.

MILLER, M. H., & ROCK, K. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, *40*(4), 1031–1051. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x

Mushidzhi, T. B., & Ward, M. (2004). Abnormal returns for cash vs share funded acquisitions. *Investment Analysts Journal*, *33*(60), 17–31.

Myers, J. H., & Bakay, A. J. (1948). Influence of stock split-ups on market price. *Harvard Business Review*, *26*(2), 251–255.

Neto, J. A. N., & Saito, R. (2002). Dividend yields e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. *Encontro Nacional dos Programas de Pos-Graduação em Administração*, *26*, 27.

Newbold, P., Carlson, W. L., & Thorne, B. M. (2013). *Statistics for business and economics*. Pearson.

Nguyen, T., Nguyen, H., Tran, Q., & Le, Q. (2020). Dividend policy and share price volatility: empirical evidence from Vietnam. *Accounting*, *6*(2), 67–78.

Nishat, M., & Irfan, C. M. (2004). Dividend policy and stock price volatility in Pakistan. *Pide-19th Annual General Meeting and Conference*, 13–15.

Ogden, J. P. (1990). Turn-of-Month Evaluations of Liquid Profits and Stock Returns: A Common Explanation for the Monthly and January Effects. *The Journal of Finance*, *45*(4), 1259–1272. https://doi.org/10.2307/2328723

Pelcher, L. (2019). The role of dividend policy in share price volatility. *Journal of Economic and Financial Sciences*, *12*(1), 1–10.

Pereira, Â. C. (2019). *Matérias Relevantes de Auditoria relatadas pelas empresas*

cotadas na Euronext Lisbon.

Pettit, R. R. (1972). Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency. *The Journal of Finance*, *27*(5), 993–1007.

Pinheiro, J. L. (2001). *Mercado de capitais: fundamentos e técnicas*. Atlas.

Pinto, I. F. da F. (2003). *O impacto da divulgação dos factos relevantes no mercado de capitais português*. Instituto Superior de Ciências do Trabalho e Empresa.

Rosario, S., & Chavali, K. (2016). Market reaction on dividend announcement in oman: An event study methodology. *International Journal of Economics and Financial Issues*, *6*(1), 103–108.

Rozeff, M. S., & Kinney, W. R. (1976). Capital market seasonality: The case of stock returns. *Journal of Financial Economics*, *3*(4), 379–402. https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90028-3

SELAN, B. (2015). Mercado financeiro. *UniSEB-Centro Universitário. Editora Universidade Estácio de Sá*, *13*.

Silva, P. M. (2010). Calendar "anomalies" in the Portuguese stock market. *Investment Analysts Journal*, *39*(71), 37–50. https://doi.org/10.1080/10293523.2010.11082518

Suwanna, T. (2012). Impacts of Dividend Announcement on Stock Return. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, *40*, 721–725. https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.03.255

Tandon, D., & Walia, N. (2017). Inter-Sectoral comparison of impact of dividend announcements on the basis of abnormal stock returns in the pre and post announcement period. *ZENITH International Journal of Multidisciplinary Research*, *7*(10), 8–29.

Vega, C. (2006). Stock price reaction to public and private information. *Journal of Financial Economics*, *82*(1), 103–133.

Watts, R. L. (1978). Systematic 'abnormal'returns after quarterly earnings announcements. *Journal of Financial Economics*, *6*(2–3), 127–150.

Zahan, A., & Rana, M. S. (2020). Stock Price Reaction to Dividend Announcement: An Empirical Study on Dhaka Stock Exchange. *Journal of Management, Economics,*

and Industrial Organization, *1976*, 1–27. https://doi.org/10.31039/jomeino.2020.4.2.1