

Evidências do Prêmio do Mês do Dividendo no Mercado Acionário Brasileiro

CAMILA CARDOSO PEREIRA¹; REGIS AUGUSTO ELY²

¹Universidade Federal de Pelotas – camila.pereira@ufpel.edu.br

²Universidade Federal de Pelotas – regis.ely@ufpel.edu.br

1. INTRODUÇÃO

Modelos de precificação de ativos são construídos a partir da hipótese de que o mercado a ser analisado é eficiente, ou seja, se os preços de seus ativos refletem toda a informação disponível no mercado (FAMA, 1970). Assim, todo retorno de um investimento, quando descontado de uma taxa livre de risco, deveria ser o prêmio pelo risco assumido. Na prática, no entanto, isso nem sempre se verifica. Pesquisas empíricas revelam alguns resultados que vão de encontro a essa definição. Também chamados de “anomalias”, esses eventos não são condizentes com a literatura de precificação de ativos, ao menos até o momento de suas publicações (SCHWERT, 2003). Quando uma situação dessas ocorre, os modelos de precificação de ativos conhecidos podem não ser efetivos.

Nesse contexto, tentar identificar e explicar tais efeitos não só colabora para melhor entendimento do mercado e de como os agentes se comportam, como pode dar suporte para melhorar a especificação dos modelos de precificação. Recentemente, HARTZMARK e SOLOMON (2013) fornecem evidências de retornos anormais positivos no mercado acionário americano no período que precede a emissão de dividendos. Os autores se referem a esse efeito como o prêmio do mês do dividendo¹ (*dividend month premium*) e argumentam que esse retorno em excesso não está associado a nenhum tipo de risco, mas à pressão nos preços que os agentes causam através da busca pelos dividendos. GRAHAM e KUMAR (2006) apresentam evidências de que existe de fato investidores que buscam dividendos. KALAY e LOEWENSTEIN (1985) argumentam que há um aumento do risco sistemático nesse período, mas não é suficiente para explicar o aumento do retorno.

Esta pesquisa propõe investigar o comportamento dos retornos nos períodos que precedem a emissão de dividendos no mercado brasileiro. Sabe-se que em mercados emergentes, a lógica existente nas proposições dos modelos de precificação pode não ser aplicável (AROURI et al., 2010). Há ineficiências nesses mercados que causam problemas quando se implementa os modelos de precificação clássicos. Assim, se há um retorno anormal associado à emissão de dividendos, espera-se que no mercado brasileiro o efeito se intensifique.

Como contribuição da nossa pesquisa, fornecemos indícios que ajudam a entender como os agentes tomam decisões quanto à seleção de portfólios quando se considera a prática de emissão de dividendos pelas empresas. Nossos resultados indicam que existe a possibilidade desse efeito estar presente no mercado brasileiro. Como esperado, o retorno relacionado ao efeito estudado é positivo. Além disso, quando comparado com a queda dos retornos após o período previsto para a emissão, não encontramos resultados consistentes que apontem uma queda na mesma magnitude.

¹ Tradução feita pelos autores

2. METODOLOGIA

A amostra utilizada é composta pelas ações negociadas na BM&FBovespa que compõem o índice IBrX. O efeito sobre os retornos das carteiras construídas com base nos anúncios de dividendos foi estimado a partir dos modelos CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), Fama-French 3-fatores, Fama-French-Carhart, com a medida proposta por CARHART (1997), e Fama-French-Carhart com adição do fator de liquidez, segundo a medida proposta por AMIHUUD (2002). O modelo com todos os fatores incluídos pode ser representado da seguinte forma:

$$R_{it} = \alpha_{it} + \beta_{MKTit}R_{MKTt} + \beta_{SMBit}R_{SMBt} + \beta_{HMLt}R_{HMLt} + \beta_{UMDt}R_{UMDt} + \beta_{IMLIt}R_{IMLIt} + \varepsilon_{it}$$

onde R_{it} é o retorno da carteira i no tempo t ; α_{it} representa o retorno que não está associado a nenhum fator de risco conhecido, ou seja, é o retorno em excesso da carteira i no tempo t ; R_{MKTt} , R_{SMBt} , R_{HMLt} , R_{UMDt} e R_{IMLIt} são os fatores de risco associados ao mercado, ao tamanho, ao valor, ao momento e à liquidez, respectivamente, no tempo t ; β_{MKTit} , β_{SMBit} , β_{HMLit} , β_{UMDit} e β_{IMLIt} são os respectivos efeitos dos fatores de risco sobre o ativo i no tempo t ; e ε_{it} é o termo de erro da regressão.

Os dados de emissões de dividendos foram coletados no site da BM&FBovespa e os fatores de risco utilizados para estimação são do Departamento de Economia da Universidade de São Paulo disponíveis do site da universidade. A estimação é feita com dados em frequência mensal e o período para análise é de janeiro de 2005 a agosto de 2011. As carteiras compostas por ativos para os quais se espera um anúncio de dividendo foram construídas a partir das informações de anúncios passados, sem considerar se a empresa realmente emitiu esse dividendo. Os dados sobre dividendos envolvem três datas: o dia de anúncio do dividendo, o prazo para compra do ativo para se ter direito ao recebimento do dividendo e a data da emissão. Nosso interesse está nas duas primeiras informações, e, visto que nem sempre elas diferem entre si, o objetivo da construção das carteiras baseadas nos anúncios passados é verificar se os agentes antecipam a compra de ativos que emitam dividendos na espera do recebimento desse provável provento.

Foram construídos dois portfólios com ativos para os quais se espera emissão de dividendos, segundo diferentes métodos de previsão. O primeiro foi construído com a regra de previsão proposta por HARTZMARK e SOLOMON (2013), que prevê um anúncio no mês atual se a empresa anunciou um dividendo trimestral em $t - 3$, $t - 6$, $t - 9$ ou $t - 12$; um dividendo semestral em $t - 6$ ou $t - 12$; ou um dividendo anual em $t - 12$. Se o dividendo tiver frequência desconhecida, é considerado um dividendo trimestral para a previsão. Para classificação dos dividendos foi considerado um horizonte de 24 meses. Um dividendo é classificado como trimestral se houve emissão três meses antes, semestral se houve emissão seis meses antes e anual se a empresa emitiu dividendo 12 meses antes. O dividendo que não corresponde a nenhum desses padrões, é considerado um dividendo com frequência desconhecida. A segunda previsão utiliza a regra anterior, mas exclui as previsões feitas a partir dos dividendos emitidos com frequência desconhecida.

3. RESULTADOS E DISCUSSÃO

Analisamos os retornos das carteiras construídas com base nas emissões de dividendos passadas. Visto que o padrão mais comum de emissão de proventos é ter uma frequência trimestral, seria esperado um retorno superior a cada trimestre após uma emissão, como encontrado por HARTZMARK e SOLOMON (2013). Encontramos, no entanto, retornos superiores fora dessas datas que possivelmente seja explicado pela antecipação por parte dos agentes na espera de uma emissão, já que os retornos superiores foram nos meses 5, 8 e 11, ou seja, de portfólios que emitiram dividendos 5, 8 e 11 meses atrás, onde os agentes esperariam uma emissão até o próximo mês. Uma explicação para esse comportamento pode estar apoiada nas ineficiências que o mercado brasileiro apresenta, onde as emissões são menos padronizadas por parte das empresas. Como é mais comum se ter emissões padronizadas quando a política de emissão é trimestral, pela lógica que apresentamos, é explicada a falta de retornos maiores no mês 2, caso os agentes estejam em busca de dividendos. Além disso, encontramos retornos superiores das carteiras com ativos que emitiram dividendos 3, 9 e 12 meses atrás. No entanto, o mesmo não é evidenciado no mês 6.

Com o primeiro método de previsão, não encontramos resultados muito distintos entre as carteiras com dividendos previstos e as carteiras sem previsão de dividendos. No entanto, quando restringimos a regra de previsão e eliminamos as previsões incertas, o retorno médio das carteiras com dividendos previstos não só aumenta quando comparado com o retorno da mesma carteira utilizando o método anterior, como aumenta a diferença entre os retornos médios entre a carteira com dividendos esperados e a carteira com as demais empresas. Além disso, encontramos um retorno menor quando esses portfólios são incluídos no mês seguinte.

Através das estimações, não encontramos efeito do prêmio do mês do dividendo para o primeiro método de previsão. No entanto, quando restringimos o método de previsão inicial, o retorno em excesso dos portfólios é estatisticamente significativo. Como no Brasil, as emissões são menos padronizadas, é possível que os agentes que buscam dividendos irão preferir investir em opções onde seja mais provável o acerto das previsões. Assim, quando eliminamos as previsões mais incertas, conseguimos selecionar carteiras que evidenciem o efeito dos anúncios de proventos sobre os retornos.

Quando utilizamos os portfólios compostos pelas ações para as quais foram previstos dividendos no mês passado, não encontramos efeito. Isso nos dá suporte para afirmar que, de fato, o aumento do retorno antes das emissões é maior que a queda após o período previsto. Além disso, os resultados encontrados são maiores que aqueles encontrados no mercado americano, o que vai ao encontro de nossa hipótese inicial de que em mercados emergentes os efeitos relacionados às ineficiências de mercado aparecem com maior intensidade.

4. CONCLUSÕES

Nossa pesquisa mostra que o prêmio do mês do dividendo está presente no mercado brasileiro e possui um efeito maior quando comparado com o mercado americano. Esse resultado é verdadeiro para todos os modelos de precificação utilizados na pesquisa. Nossos resultados não só contribuem com a literatura oferecendo evidências em um mercado ainda não explorado quanto ao efeito estudado, como dão suporte à teoria que aborda as diferenças entre mercados

desenvolvidos e mercados emergentes, sendo estes caracterizados por apresentar maiores ineficiências.

Nossos resultados indicam que há um comportamento diferenciado dos agentes como consequência de políticas de emissões de dividendos por parte das empresas. O excesso de demanda antes das emissões seguido pelo excesso de oferta após as emissões pode ser explicado pelo comportamento dos agentes na busca por dividendos. Se o investidor simplesmente busca o pagamento do provento, ele compra antes da emissão e vende em seguida. Ou ainda, os investidores que intencionam vender o ativo irão esperar até a emissão, já que é prevista, e então vendê-lo. Por outro lado, se o investidor pretende comprar o ativo, desejará antecipar sua compra na espera pelo dividendo.

Os resultados apresentados aqui podem ser utilizados para aplicações práticas. Sugerimos que seja considerado esse fator adicional na seleção das carteiras de investimento como forma de tornar esses investimentos mais eficientes e para análise de trabalhos futuros na área a fim de não incorrer em análises equivocadas.

5. REFERÊNCIAS

AMIHUD, Y. Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. **Journal of Financial Markets**, v.5 n.1, p.31–56, 2002.

AROURI, M. E. H., JAWADI, F., e NGUYEN, D. K. **The Dynamics of Emerging Stock Markets**. Contributions to Management Science. New York: Springer, 2010. 1v.

CARHART, M. M. On persistence in mutual fund performance. **The Journal of Finance**, v.52, n.1, p.57–82, 1997.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v.25, n.2, p.383–417, 1970.

GRAHAM, J. R., KUMAR, A. Do dividend clienteles exist? Evidence on dividend preferences of retail investors. **The Journal of Finance**, v.61, n.3, p. 1305-1336, 2006.

HARTZMARK, S. M. e SOLOMON, D. H. The dividend month premium. **Journal of Financial Economics**, v.109, n.3, p.640–660, 2013.

KALAY, A., LOEWENSTEIN, U. Predictable events and excess returns: the case of dividend announcements. **Journal of Financial Economics**, v.14, n.3, p.423–449, 1985.

SCHWERT, G. W. Anomalies and Market Efficiency. In: CONSTANTINIDES, G. M., HARRIS, M., e STULZ, R. M. **Handbook of the Economics of Finance: Corporate finance**. Amsterdam: Elsevier, 2003. Cap.15, p.939-974.