

1

Introdução

1.1. Contexto

O comportamento dos preços dos ativos nos mercados financeiros sempre foi motivo de curiosidade de investidores e acadêmicos, e assim tem sido, há várias décadas, um importante objeto de estudo.

O Modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), um dos modelos centrais na Teoria de Administração Financeira, é um dos pioneiros na descrição da relação entre retorno e risco. Desenvolvido por Sharpe (1964) e Lintner (1965), ele relaciona o retorno esperado de um ativo ao risco sistêmico.

A partir do Modelo CAPM, diversos estudos foram feitos procurando-se investigar a relação entre retorno e risco de ativos, muitos deles extensões do próprio CAPM, como o ICAPM¹ (MERTON, 1973) e o D-CAPM² (ESTRADA, 2002). Alguns estudos confirmam a relação positiva entre essas duas variáveis, tanto em mercados acionários mais consolidados, como o norte-americano, quanto em mercados emergentes.

Entre eles vale destacar Fama e MacBeth (1973), que fizeram uma análise de carteiras em uma amostra bastante extensa. Fama e MacBeth (1973) encontraram uma relação positiva entre o beta das carteiras e o retorno em um período subsequente.

¹ *Intertemporal Capital Asset Pricing Model*

² *Downside Capital Asset Pricing Model*

Contudo, um dos resultados mais significativos encontrados a esse respeito é o de Fama e French (1992). Este trabalho mostra que o retorno das ações é insensível ao beta, que era a medida de risco adotada pelo CAPM. Além disso, Fama e French (1992) contribuem para o estudo da precificação de ativos ao analisarem também variáveis fundamentalistas, que já tinham sido abordadas em estudos anteriores, como Banz (1981) e Stattman (1980).

No Brasil, estudos que procuram analisar a relação entre o rendimento dos ativos e fatores como risco e outras variáveis fundamentalistas são também comuns, embora em número bem menor. Entre eles vale destacar Malaga e Securato (2004) e Galdi e Securato (2007).

1.2. A Pesquisa

Este estudo tem como objetivo investigar, para o mercado acionário brasileiro, a relação entre o retorno de uma ação e o seu risco idiossincrático, que por sua vez compreende a parcela do risco que é específica à ação. Para isso, são estimadas, para as ações da amostra, a volatilidade idiossincrática e a volatilidade idiossincrática condicional, através da metodologia de Fu (2009). Estas variáveis são então adicionadas a modelos de regressões *cross-section*, criados para que possam ser analisadas suas influências sobre o retorno.

Nestes modelos são incluídas também outras variáveis explicativas, selecionadas em função de sua importância na teoria de finanças. São elas: o beta; duas variáveis analisadas nos dois estudos de Fama e French (Fama e French, 1992, e Fama e French, 1993), que são o valor de mercado e o índice *book-to-market*; e duas variáveis que ganharam relevância em um período mais recente, que são a liquidez e o efeito *momentum*. O objetivo é analisar a influência destas variáveis sobre o retorno e verificar se o comportamento das mesmas está de acordo com a literatura.

Os resultados mostram que a relação entre a volatilidade idiossincrática e o retorno é positiva e significativa. Sua inclusão no modelo, junto às outras variáveis explicativas das ações, contribui para a qualidade do mesmo e para o seu poder de explicação. Na verdade, o modelo mais apropriado encontrado é o que inclui todas as variáveis pesquisadas.

1.3. Relevância

O estudo do risco relacionado aos ativos financeiros é de extrema importância tanto para acadêmicos quanto para investidores institucionais e individuais. É por não entender, não avaliar corretamente ou ignorar esses riscos que certos comportamentos levam a perdas financeiras, e até mesmo a crises globais. Por ser o risco uma característica tão importante dos ativos, e tão mal avaliada, é necessário que pesquisas nesse contexto sejam constantemente desenvolvidas.

O risco idiossincrático de um ativo nada mais é do que o seu risco intrínseco, ou não-sistemático. Boa parte da variação do preço de um ativo pode ser explicada pelas flutuações do mercado, contudo, há uma parte dessa variação – o risco idiossincrático – que é singular, e por isso pode ser determinante no comportamento desse ativo.

Diversas pesquisas acerca do risco idiossincrático de ações e sua influência sobre o retorno foram publicadas mundialmente, contudo a relação entre essas variáveis é ainda controversa. Pesquisas que encontram uma relação positiva entre o retorno e o risco idiossincrático das ações existem em número quase igual às que não encontram relação alguma, ou mesmo uma relação negativa (FU e SCHUTTE, 2010).

No Brasil, não existem muitas pesquisas publicadas sobre este tema. O estudo mais relevante sobre risco idiossincrático é Galdi e Securato (2007), que não encontra evidências de explicação do retorno. Contudo, como será visto adiante, a metodologia de estimação do risco idiossincrático das ações em Galdi e Securato (2007) é distinta da utilizada no presente estudo, que usa uma metodologia semelhante a de Fu (2009).

A extrema importância do estudo do risco dos ativos em mercados financeiros, em particular do risco idiossincrático, a falta de unanimidade acerca deste tema, e também a falta de publicações (no caso brasileiro), são os fatores que tornam relevante esta pesquisa.

1.4. Delimitações

A amostra utilizada abrange 58 ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) durante o período de julho de 2005 a dezembro de 2010. Foram consideradas, por critério de conveniência, somente as ações que foram negociadas em todos os meses do período amostral.

Além disso, este número reduzido de ações foi alcançado após uma seleção, dentre todas as ações negociadas neste período, que levou em conta também outros critérios, que por sua vez serão detalhados em outra seção. Portanto a amostra pode apresentar viés de seleção ou de sobrevivência.

Pode-se dizer também que o período abordado, de 66 meses, é menor do que o desejável para se utilizar uma modelagem GARCH. No entanto, este período é o que otimizou o número de ações na amostra.

Dessa forma, reconhece-se que as delimitações da pesquisa se referem ao período estudado, à amostra selecionada e à utilização da modelagem de variância condicional para estimação do risco idiossincrático.

1.5. Descrição dos Capítulos

O primeiro capítulo desta dissertação contextualiza a pesquisa, discorre sobre a sua relevância teórica e prática, define os objetivos a serem alcançados e apresenta suas principais delimitações. O segundo capítulo faz uma revisão sobre a literatura relacionada ao tema, tanto com relação aos estudos de precificação de ativos, quanto, mais especificamente, às publicações que abordam a questão do risco idiossincrático. O terceiro capítulo detalha todos os passos da pesquisa, incluindo a escolha da amostra, a estimação das variáveis, e os procedimentos metodológicos. O quarto

capítulo apresenta os principais resultados encontrados e resume os modelos estimados. Por fim, o quinto capítulo traz uma conclusão do estudo, enquanto o sexto apresenta as referências bibliográficas.