

2

Revisão de Literatura

Neste capítulo são apontadas as questões que levaram ao desenvolvimento de teorias e modelos de finanças comportamentais no tocante ao desequilíbrio da avaliação de ativos no mercado financeiro. Em seguida, discute-se o que é sentimento do mercado e a literatura referente aos modelos já traçados a fim de mensurar esse sentimento, bem como seus impactos na avaliação futura de ativos.

2.1

Desequilíbrios na precificação de ativos

Nos modelos de precificação de ativos baseados em risco como, por exemplo, o *capital asset pricing model* (CAPM), o retorno de uma ação depende de sua exposição ao risco, medida pelo seu beta de mercado, e do prêmio de risco de mercado. Esse modelo, entretanto, considera um mercado equilibrado que, segundo Sharpe (1964), pode ser definido como um mercado que tem como premissas uma taxa de juros comum a todos os investidores e a homogeneidade das expectativas dos investidores. Nesse caso, o mercado apresentaria um preço pelo tempo (representado pela taxa de juros) e um preço pelo risco (representado pelo retorno esperado em função do risco assumido). Apesar de ser um modelo bastante simplificado, Fama e French (2004) destacam que o CAPM é largamente utilizado no mercado por oferecer previsões intuitivas sobre como medir risco e como relacioná-lo ao retorno esperado de um ativo.

Segundo Yoshinaga (2009), a teoria clássica vale-se do paradigma de que os investidores são indivíduos racionais e agentes capazes de arbitrar sobre desequilíbrios de mercado. O CAPM, portanto, parte da premissa de que os investidores alocam seus investimentos racionalmente, buscando maximizar seu retorno com o menor risco possível. Além disso, presume-se que o mercado seja eficiente, o que, segundo Fama (1970), significa que os preços dos ativos sempre

refletem completamente toda a informação disponível no mercado. A Hipótese de Mercados Eficientes reside na premissa de que agentes racionais aproveitariam a distorção dos preços "certos" dos ativos, causadas por investidores irracionais, para realizar lucros sem que sejam assumidos os devidos riscos proporcionais. Dessa forma, o mercado voltaria à precificação "correta". Esse seria o mecanismo de arbitragem.

Evidências empíricas recentes, entretanto, questionam a validade da racionalidade dos investidores e a capacidade dos investidores racionais de arbitrar sobre o mercado. Segundo DeLong, Shleifer, Summers e Waldmann (1990), há dois tipos de investidores, sendo um formado por investidores racionais livres de sentimento e que arbitram sobre distorções na precificação de ativos e outro formado investidores irracionais suscetíveis a sentimentos externos. Em teoria, os investidores racionais seriam capazes de arbitrar sobre o mercado. Contudo, segundo Shleifer e Vishny (1997), arbitrar em mercados financeiros com agentes irracionais pode ser custoso e arriscado. Sendo assim, é possível que o mercado tenha sempre ativos precificados de forma não racional, sendo alvos de especulação. Baker e Wurgler (2007) sustentam que algumas ações são mais passíveis de especulação do que outras e argumentam que isso ocorre devido à dificuldade de se avaliar alguns ativos. Empresas pequenas, em especial, podem ser de difícil avaliação, dado que podem apresentar resultados financeiros muito fracos no presente, enquanto possuem alta possibilidade de ganhos futuros. Nesse caso, quando há uma bolha especulativa e o mercado passa a subavaliar os riscos de um ativo, uma empresa que depende majoritariamente de um forte crescimento futuro pode ter suas projeções superavaliadas por uma onda de otimismo que permeia investidores e analistas. De maneira análoga, uma empresa com longo histórico de receitas, ativos tangíveis e pagamento estável de dividendos é muito menos suscetível a variações da percepção de risco por parte dos agentes do mercado.

2.2 Sentimento

Yoshinaga e Castro Junior (2009) colocam que o sentimento econômico pode ser definido como todas as crenças desprovidas de sustentação em fatos que

os indivíduos venham a ter acerca de uma variável econômica agregada como, por exemplo, os preços dos ativos. No presente estudo, os termos "sentimento do investidor" e "sentimento do mercado" são tratados como sinônimos.

Segundo Baker e Wurgler (2007), os primeiros trabalhos a tratar do sentimento do mercado e do retorno agregado das ações apareceram na década de 1980. Eles eram mais empíricos que teóricos e testavam se o mercado, como um todo, poderia estar precificado de forma errônea. Nesse período foram publicados estudos como o de Shiller (1984), que sustentou que o comportamento dos investidores é capaz de alterar os preços dos ativos por longos períodos de tempo, sem que existam fundamentos teóricos que os justifiquem. Já De Bondt e Thaler (1985) verificaram que ações com histórico de perdas obtiveram retornos superiores àquelas com histórico de ganhos, sugerindo que muitos investidores possuem reação exagerada a novas informações de mercado.

Baker e Wurgler (2007) colocam que o sentimento do investidor pode ser analisado sob duas perspectivas:

A primeira seria de “baixo para cima”, ou seja, partindo do investidor enquanto indivíduo, usando questões psicológicas como base de estudo. Nesse caso, destacam-se análises sobre excesso de confiança, representatividade, conservadorismo excessivo, sub-reação e sobre-reação a retornos passados ou fundamentos. Sob essa perspectiva, Grinblatt e Keloharju (2001), por exemplo, sugerem que investidores preferem negociar ações de empresas mais próximas de suas casas, que usem sua língua nativa no dia a dia e cujos diretores sejam de culturas semelhantes, sendo este efeito mais relevante entre investidores menos experientes. Barber e Odean (2001), por sua vez, realizaram experiências onde verificaram que homens realizam mais transações acionárias que mulheres, o que sugere que, na média, eles sofrem mais com excesso de confiança do que elas.

A segunda perspectiva seria de “cima para baixo”, ou macroeconômica, e será aquela utilizada no presente trabalho. Nessa perspectiva, assume-se que o mercado e os investidores são complicados demais para que sejam reduzidos a um ou poucos vieses psicológicos. Sendo assim, busca-se estudar o sentimento do mercado agregado, analisando seus efeitos em ativos individuais. Nesse caso, busca-se entender qual tipo de ação é mais afetado pelo sentimento do mercado, em vez de demonstrar que o preço da ação é dependente do sentimento dos agentes do mercado.

Ainda segundo Baker e Wurgler (2007), ambas as perspectivas apresentam resultados importantes e interessantes, sendo dignas de estudo. A vantagem da abordagem macroeconômica é sua capacidade de englobar bolhas especulativas, depressões e outros padrões que atingem o mercado como um todo. A vantagem da perspectiva “de baixo pra cima” é sua capacidade de prover fundamentos para a variação no sentimento do investidor que a perspectiva macroeconômica toma como exógena ao modelo.

Adotando uma perspectiva macroeconômica, Baker e Wurgler (2006) constroem um índice de sentimento do mercado que indica que as ações mais sensíveis ao sentimento do investidor serão aquelas mais jovens, menores, mais voláteis, pouco lucrativas e que não pagam dividendos.

2.3 Índice de Sentimento no Mercado

A literatura mostra diferentes *proxies* para a montagem de um índice de sentimento. Não há um número fechado de variáveis, tampouco uma resposta pronta acerca de qual modelo é mais indicado. Todas as variáveis utilizadas para descrever o sentimento do mercado possuem suas limitações, dado que sua mudança no decorrer do tempo nem sempre está relacionada ao sentimento dos investidores em si, ficando a construção de um modelo dependente do uso de uma série de variáveis imperfeitas (BAKER; WURGLER, 2007). Neste tópico serão expostas as principais variáveis descritas na literatura para construção de um índice de sentimento.

Baker e Wurgler (2007) destacam algumas das principais *proxies* para um índice de sentimento. Entre elas estão: volume de negociações de ativos; investimentos em fundos mútuos de ações; negociações de investidores no varejo; prêmio sobre empresas pagadoras de dividendos; desconto em fundos fechados; retorno no primeiro dia de ofertas públicas iniciais de ações; número de ofertas públicas iniciais de ações; volume de emissões de ações frente a outras emissões no mercado financeiro; e *surveys* com investidores e consumidores.

O volume de negociação de ativos pode ser um indicador do nível de sentimento do mercado. Baker e Stein (2004) sustentam que a liquidez de mercado pode ser um indicador de sentimento, dado que seus estudos indicam que

a liquidez exagerada de mercado está relacionada à existência de investidores irracionais. Segundo os autores, esses investidores sub-reagem frente as decisões de investimento de terceiros, por acreditarem que são mais bem informados, sugerindo que possuem otimismo exagerado. Segundo Odean (1998), investidores com excesso de confiança não dividem risco de forma ótima, efetuam gastos exagerados em aquisição de informações e realizam mais transações, incorrendo em custos transacionais não justificados obtendo, conseqüentemente, retornos sub-ótimos.

Investimentos em fundos mútuos de ações são úteis por mostrar a disposição da carteira dos investidores a partir da migração de investimento mais seguros, como títulos de governo, para investimento mais arriscados com maior retorno no curto prazo e vice versa.

Prêmio sobre empresas pagadoras de dividendo. Ações que pagam dividendos regularmente são tidas como mais seguras e com menor flutuação de preço, uma vez que podem apresentar características de renda fixa, além de normalmente apresentarem fluxos de recebimento mais previsíveis. Nesse caso, quando o mercado está com um sentimento mais negativo, ou menor, recorre-se a empresas pagadoras de dividendos, que se comportam de maneira mais segura, ou seja, apresentando menor volatilidade. Sendo assim, utiliza-se o prêmio pago sobre empresas pagadoras de dividendos como medida de sentimento. Baker e Wurgler (2004) colocam que o gestores atendem às demandas dos investidores de pagar dividendos quando estes colocam um prêmio sobre as empresas pagadoras de dividendos.

Desconto em fundos fechados. No Brasil, ao contrário do que se vê no mercado americano, não há um mercado líquido secundário de cotas de fundos de investimento que investem em ativos listados em bolsa. O uso de desconto em fundos fechados como *proxy* para sentimento do mercado, baseia-se no fato de que muitas vezes as cotas desses fundos são negociadas a valores inferiores que os ativos listados em bolsa nelas contidos. O desconto, em teoria, se dá pelo fato de ser mais arriscado investir no fundo fechado do que nas ações diretamente. A variação desse desconto, portanto, seria utilizada como uma forma de analisar a percepção, por parte do mercado, do risco de uma carteira diversificada.

Retorno no primeiro dia de ofertas públicas de ações (IPOs). A subprecificação de IPOs é um evento amplamente estudado na literatura. Apesar

dos preços das emissões de ações serem formados por bancos de investimentos ou consultores com alto grau de informação, a variação de preços no primeiro dia após a emissão costuma ser substancial, podendo uma alta significativa estar relacionada ao entusiasmo dos investidores perante o mercado acionário.

Número de ofertas públicas iniciais de ações. A utilização do mercado de ações como fonte de financiamento de empresas está intimamente ligada ao sentimento do mercado, isto é, as empresas recorrerão ao mercado quando perceberem nele o interesse de investir em novos ativos. Além disso, os gestores possuem informações privilegiadas sobre a operação que gerem, buscando o financiamento via mercado de capitais somente quando acreditam que o ativo que administram está sendo bem avaliado. Isto explica grandes flutuações no volume de IPOs, com períodos concentrados de emissões e longos períodos sem qualquer oferta pública inicial de ações.

Volume de emissões de ações frente a outras emissões de dívida no mercado financeiro. O mercado financeiro não financia empresas apenas através de ações. Outros dispositivos como debêntures e notas promissórias também são amplamente utilizados pelas empresas. Quando o mercado está com sentimento positivo, pode ser mais vantajoso para as empresas a capitalização por meio de ações. Por outro lado, quando sentimento do mercado é negativo, recorre-se a fontes de financiamento que oferecem menor volatilidade ao investidor, como é o caso de debêntures, por exemplo.

Surveys com investidores e consumidores. Uma alternativa para saber como está o sentimento do mercado passa por perguntar aos investidores e consumidores quais são suas perspectivas frente ao mercado e à economia. Lemmon e Portniaguina (2006) mostram que mudanças no índice de confiança do consumidor estão fortemente correlacionadas ao retorno de ações de empresas pequenas. Já Schmeling (2009) utiliza a confiança do consumidor para a formação de um índice de sentimento em 18 países, mostrando que a correlação entre o crescimento do sentimento e o retorno futuro das ações é negativo.