

O IMPACTO DE CRISES FINANCEIRAS NO MERCADO DE AÇÕES

Ingrid Silva Souza¹; Prof. Dr. Alexandre Ripamonti².

Estudante do curso de administração; e-mail: ingrid_souz@hotmail.com¹

Professor da Universidade de Mogi das Cruzes; e-mail alexandre@arpc.com.br²

Área de Conhecimento: Finanças.

Palavras-chave: Expectativas Racionais; Eficiência de Mercados; Crises Financeiras; Retorno.

INTRODUÇÃO

As crises financeiras são caracterizadas pelo aumento de volatilidade dos preços de títulos negociados nos mercados financeiros. O mercado brasileiro de ações é de interesse especial desta pesquisa, sobretudo em momento denotado por redução acentuada de preços de ativos, previsão de retração da atividade econômica, aumento das taxas básicas de juros e aumento da taxa de desemprego. Em momentos de volatilidade significativa, as corporações se sujeitam ao aumento de seu risco idiossincrático ou específico dos negócios da corporação. Tal risco gera ainda maior volatilidade, mas pode ser mitigado pela alteração dos investimentos realizados por determinado agente.

OBJETIVOS

O objetivo da presente pesquisa é o de verificar o impacto das crises financeiras no mercado brasileiro de ações.

METODOLOGIA

Os dados foram analisados com a técnica econométrica de análise de dados em painel (Asteriou & Hall, 2011), de amostra de corporações não financeiras listadas na BM&F Bovespa, em todos os trimestres de 1986 a 2014.

A hipótese nula testada é a de que a associação entre crise financeira e retorno das ações é negativa, ou seja, tais variáveis evoluíam em sentidos opostos.

RESULTADOS E DISCUSSÃO

O retorno trimestral observado no período analisado foi de 5,98%, variando de negativo 92% até positivo 500% em três meses. O valor de mercado das ações foi duas vezes e meia superior ao valor contábil do patrimônio líquido e com dívidas superiores ao valor de mercado das ações em cerca de 17%. A variável de tamanho demonstrou certa homogeneidade para a maior parte das corporações (15,1450, d.p. 1,60572).

Interessante se observar a correlação negativa entre tamanho e as demais variáveis analisadas. Observa-se também a inexistência de indícios de multi colinearidade, uma vez que não foram apresentados elevados coeficientes de correlação.

Retorno e crise apresentaram coeficiente negativo de correlação (-0,0311), o que sugeriria a confirmação da hipótese nula, de forma consistente ao referencial teórico, fato que a análise da tabela 3 demonstra não ser significativo para o mesmo trimestre, significativo para um trimestre defasado e em sentido oposto para dois trimestres defasados.

Conforme se observa na tabela, a hipótese nula do estudo foi rejeitada. O retorno das ações não apresentou associação significativa no mesmo trimestre da ocorrência da crise. No segundo trimestre da crise, porém, a associação entre as variáveis foi negativa e significativa. De outro lado, no terceiro trimestre, a associação foi positiva e significativa.

Estes resultados demonstram que a crise não gera retornos negativos no início de sua ocorrência. Assim, há investidores que se beneficiam da crise para obtenção de retornos positivos e tal fato se consolida no terceiro trimestre da crise, sugerindo a hipótese de duração de crise de três trimestres.

Tais resultados sugerem ainda que, em expectativas racionais, os períodos de crise acentuam a assimetria de informação, sem o que não seria plausível a ocorrência de retornos positivos com a diminuição significativa dos preços das ações. No mesmo sentido, a eficiência do mercado de ações pode ser situada como semiforte, deixando de refletir imediatamente informações privadas dos agentes econômicos.

Os resultados da pesquisa apresentam consistência com os trabalhos que indicam associação entre as crises e o mercado de ações, ainda que o sentido da associação não esteja sedimentado na literatura revisada.

Todavia, há observações interessantes.

A ocorrência de retornos positivos poderia ser atribuída à chegada de informações de órgãos reguladores, de forma consistente ao achado de Horvath e Janávosá(2015), mas estes efeitos seriam válidos apenas antes da ocorrência das crises.

Já os retornos positivos poderiam resultar de aumento de preços praticados, conforme os achados de Almeida(2015), especialmente por empresas mais endividadas, como também se observa da tabela 3, onde o endividamento apresentou associação significativa com o retorno, ou das características institucionais do Brasil (Alves & Francisco, 2015). Tais características, por outro lado, não seriam alteradas a ponto de alteração de leis trabalhistas, mas na redução informal dos benefícios de trabalhadors, conforme observaram Blanton, Blanton, & Peksen (2015).

Reforça a ocorrência de retornos positivos a influência da crise sobre a taxa de câmbio e das importações, o que estimularia o aumento de preços de corporações direcionadas ao mercado doméstico, conforme observado por Choudhry & Hassan (2015) e por Lawless, O'Connell e O'Toole (2015).

Christensen, Nielsen, & Zhu (2015) indicaram que a relação entre risco e retorno é maior em períodos de crise. Tais achados também auxiliam a compreender a ocorrência de retornos positivos na crise, ainda mais considerando a influência do endividamento, que também apresentou associação significativa com retorno na amostra analisada.

Tabela– Retorno e crise

Modelo : Efeitos-fixos, usando 2499 observações Incluídas 61 unidades de corte transversal Comprimento da série temporal: mínimo 8, máximo 90 Variável dependente: RETURN Erros padrão robustos (HAC)					
	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
Const	1,23937	0,132371	9,3629	<0,00001	***
CRISIS	-0,009444	0,019593	-0,4820	0,62984	
CRISIS_1	-0,098178	0,0263519	-3,7257	0,00020	***
CRISIS_2	0,122161	0,0194734	6,2732	<0,00001	***
M_B	0,00122407	0,00215654	0,5676	0,57036	
I_RECEITA	-0,0104848	0,00845035	-1,2408	0,21482	
D_E	-0,0448056	0,00568988	-7,8746	<0,00001	***

CRISSETAL	-0,000219465	0,000168365	-1,3035	0,19253
CRISSETAL_1	8,45647e-05	0,000215206	0,3929	0,69439
CRISSETAL_2	0,000106687	8,61653e-05	1,2382	0,21577
Média var. dependente	1,045672	D.P. var. dependente	0,255982	
Soma resíd. Quadrados	153,8098	E.P. da regressão	0,251639	
R-quadrado	0,060333	R-quadradoajustado	0,033640	
F(69, 2429)	2,260258	P-valor(F)	2,46e-08	
Log da verossimilhança	-62,41029	Critério de Akaike	264,8206	
Critério de Schwarz	672,4758	CritérioHannan-Quinn	412,8217	
Rô	0,116328	Durbin-Watson	1,704723	

CONCLUSÕES

Seis crises financeiras foram observadas durante 18 anos cobertos pela amostra desta pesquisa. Tal fato indica que a redução de preços com aumento de volatilidade pode ser considerada cíclica no mercado brasileiro de ações. A crise financeira é tida, em senso comum, como momento de perdas expressivas, redução da atividade econômica e desemprego. Todavia, a análise criteriosa e com referencial teórico pode eventualmente demonstrar o oposto.

Nesta pesquisa, a associação entre a evolução do preço das ações e os períodos de crise foi examinada na bolsa de valores brasileira. A hipótese de que houvesse relação negativa e significativa entre eles foi rejeitada. A referida associação também se demonstrou dinâmica, com os efeitos de um trimestre sendo afetados por outros dois de defasagem. O retorno negativo ocorreu somente no segundo trimestre da crise. No primeiro não houve significância estatística e o retorno foi positivo e significativo, no terceiro trimestre.

Tais resultados contêm implicações teóricas e práticas importantes.

As corporações mais endividadas oferecem retornos menores durante os períodos de crise, o que indicaria ainda maior restrição financeira para tais firmas. Os resultados perdem consistência com as teorias de estrutura de capital de *peckingorder* (Myers S. , 1984; Myers & Majluf, 1984) e *trade-off* (Modigliani & Miller, 1963), pois o lançamento de títulos de dívida, a contratação de financiamentos e/ou a emissão de ações (para ajuste da estrutura ótima) ficam comprometidos com o aumento do custo de capital. O aumento do custo de capital também influencia a seleção de investimentos das corporações, pois os projetos deveriam gerar maiores fluxos de caixa para remunerar os investidores. A hipótese de substituição do mercado dívidas pelo mercado de ações (Demirgüç-Kunt & Maksimovic, 1996) também não oferece consistência para os resultados durante o período de crise, especialmente para mercados em desenvolvimento.

Do ponto de vista de administradores de fundos de investimento, os resultados apresentam consistência com as teorias de microestrutura de mercado (Hasbrouck, 2007) e com o desenvolvimento de medidas de assimetria da informação (Corwin & Schultz, 2012a), pois o posicionamento das carteiras em ações com maior assimetria de informação pode explicar a obtenção de retornos positivos em períodos de crise.

O conjunto dos resultados demonstrou que os períodos de crise podem oferecer oportunidades de obtenção de retornos positivos para os investimentos em ações do mercado brasileiro.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALVES, P., & FRANCISCO, P. **The impact of institutional environment on the capital structure of firms during recent financial crises.** *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 57, 129–146. 2015.

BLANTON, R. G., BLANTON, S. L., & PEKSEN, D. **Financial Crises and Labor: Does Tight Money Loosen Labor Rights?** *World Development*, 76, 1-12. <http://dx.doi.org/10.1016/j.worlddev.2015.06.005>. 2015.

CHOUDHRY, T., & HASSAN, S. S. **Exchange rate volatility and UK imports from developing countries: The effect of the global financial crisis.** *Journal of International Finance*, 1-13. <http://dx.doi.org/10.1016/j.intfin.2015.07.004>. 2015.

CHRISTENSEN, B. J., NIELSEN, M. Ø., & ZHU, J. **The impact of financial crises on the risk–return tradeoff and the leverage effect.** *Economic Modelling*, 49, 407–418. <http://dx.doi.org/10.1016/j.econmod.2015.03.006>. 2015.

DEMIRGÜÇ-KUNT, A., & MAKSIMOVIC, V. **Stock market development and financing choices of firms.** *The World Bank Economic Review*, 10(2), pp. 341-369. Retrieved from <http://wber.oxfordjournals.org>. 1996.

FAMA, E. **Efficient Capital Markets: II.** *The Journal of Finance*. 46(5), 1575-1617. Obtido em <http://www.jstor.org/stable/2328565>. 1991.

FAMA, E. F. **Efficient capital markets: A review of theory and empirical work.** *The Journal of Finance*. 25(2), 383-417. Obtido em <http://www.jstor.org/stable/2325486>. 1970.

HORVATH, R., & JÁNASOVÁ, J. **Central banks' voting records, the financial crisis and future.** *European Journal of Political Economy*. 38 (2015), 229-243. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2015.03.003>. 2015.

LAWLESS, M., O'CONNELL, B., & O'TOOLE, C. **SME recovery following a financial crisis: Does debt overhang matter?** *Journal of Financial Stability*, 45-59. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfs.2015.05.002>. 2015.

MARKOWITZ, H. **Portfolio selection.** *The Journal of Finance*. 7(1), 77-91. Obtido em <http://www.jstor.org/stable/2975974>. 1952.