

Declaração de Direito Autoral

Autores mantêm os direitos autorais e concedem à revista o direito de primeira publicação, com o trabalho simultaneamente licenciado sob a Creative Commons Attribution License que permite o compartilhamento do trabalho com reconhecimento da autoria do trabalho e publicação inicial nesta revista.

Copyright Notice

Authors retain copyright and grant the journal right of first publication with the work simultaneously licensed under the Creative Commons Attribution License that allows the sharing of work and recognition of the work of authorship and initial publication in this journal.

Fonte: <http://editora.unoesc.edu.br/index.php/race/about/submissions>. Acesso em: 23 out. 2013.

O QUE MOVE O MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO?

César Augusto Tibúrcio Silva*
Joana D'arc Vieira de Oliveira**

Resumo

O objetivo principal deste estudo foi verificar a influência de notícias econômicas no comportamento agregado do mercado brasileiro no período de 1995 a 2008. Pela teoria moderna de finanças, nos preços dos ativos, está refletido o fluxo de caixa futuro descontado (ELTON et al., 2004). No entanto, pesquisas recentes na área de finanças comportamentais mostram que nem sempre o mercado é eficiente, e o investidor pode tomar decisões que não sejam totalmente racionais. Isso significa que o preço das ações reflete outras notícias que não estejam totalmente relacionadas aos “fundamentos” de um título. Tradicionalmente os estudos na área de finanças procuram determinar o impacto de uma nova notícia (como distribuição de dividendos, anúncio de investimento, fusão e aquisição) sobre o preço da ação de uma empresa. Entretanto, o impacto de diversas notícias sobre o comportamento do mercado não tem sido objeto de atenção das pesquisas sobre o mercado brasileiro. Este estudo analisou 168 meses entre 1995 e 2008, usando regressão linear múltipla com Ibovespa mensal como variável dependente, em que foram determinados os maiores resíduos no período estudado. A partir destes resíduos procurou-se uma explicação para o comportamento do mercado. Constatou-se, ao final da pesquisa, que em 30 dos 168 meses, entre agosto de 1998 e janeiro de 2001, estão concentrados 8 dos 15 maiores resíduos encontrados.

Palavras-chave: Finanças comportamentais. Mercado acionário. Ibovespa.

1 INTRODUÇÃO

Um dos principais problemas da contabilidade atual refere-se à questão da mensuração e apreçamento dos ativos. Esta questão tornou-se mais urgente diante da posição de alguns órgãos reguladores da área – como o *Financial Accounting Standards Board* (Fasb) nos Estados Unidos e o Banco Central no Brasil – em exigir das entidades o uso do valor justo na mensuração de ativos financeiros (NIYAMA;

* Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Usp, São Paulo. Professor de graduação, mestrado e doutorado na Universidade de Brasília, Prédio da FACE – Campus Darcy Ribeiro, 70910-900, Brasília, DF, (55) 61 3273-1105; cesartiburcio@unb.br

** Graduada em Administração pela UnB, Brasília, DF, prédio da FACE – Universidade de Brasília, DF, Campus Darcy Ribeiro, Asa Norte, 70910-900, Brasília, DF, (55) 61 3307-2348/ (61) 8560-7762; joana.adm.unb@gmail.com

SILVA, 2008). Entretanto, a volatilidade recente do mercado acionário indica a necessidade de que essa discussão fosse mais aprofundada. As baixas contábeis de algumas instituições financeiras em 2008 indicam que a mensuração usando o mercado como parâmetro pode provocar inúmeros efeitos sobre os resultados contábeis.

O principal aspecto da discussão refere-se à movimentação ocorrida no mercado acionário nos períodos recentes. Este mercado tem sido objeto de estudo da contabilidade por refletir, *a priori*, de forma automática e clara, as mudanças nos fundamentos dos preços dos ativos. Existe uma dificuldade de explicar o comportamento do mercado a partir das novas informações disponíveis e de novos eventos. Quando uma ação é negociada na bolsa de valores, a sua cotação é resultado da expectativa do mercado em relação à geração de riqueza para o acionista. Assim, mudanças no preço de uma ação são decorrentes das alterações nos seus “fundamentos”, ou seja, na projeção dessa riqueza pelo mercado.

Diante do exposto, a pergunta da pesquisa é: o que move os preços das ações no mercado brasileiro? Em consequência disso, este artigo verificou e analisou a influência de notícias econômicas no comportamento agregado do mercado.

Este estudo reproduziu, de maneira geral, a pesquisa de Cutler, Poterba e Summers (1989) no mercado brasileiro. Apesar de o trabalho original desses autores já ter quase 20 anos, esta pesquisa é considerada relevante no estudo de finanças comportamentais, fazendo parte da seleção de textos realizada por Richard Thaler em *Advances in behavioral finance*. Uma pesquisa no *Google Acadêmico* mostrou 330 citações desse texto.

Este estudo está dividido em quatro partes. Na primeira, apresenta-se a introdução, com a justificativa e o objetivo. A fundamentação teórica vem na sequência. A terceira parte diz respeito à metodologia da pesquisa empírica, cujos dados são analisados e discutidos. A conclusão encerra o trabalho.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A Hipótese de Mercados Eficientes (HME) defende que todos os preços refletem de forma precisa as informações públicas em todos os momentos. Em outras palavras, os ativos financeiros são sempre adequados considerando aquilo que é conhecido publicamente em todo instante. Assim, a Teoria de Mercados Eficientes prevê a racionalidade ilimitada dos agentes com aversão ao risco em qualquer situação de escolha, focando apenas o estado final de suas riquezas.

Bradazon (2000) argumenta que o paradigma tradicional da economia financeira é de que tomadores de decisões são considerados como seres racionais. Em

contrapartida, segundo a psicologia cognitiva, as decisões humanas estão sujeitas aos vários processos cognitivos, “ilusões”.

Fama (1991) assevera que os preços refletem plenamente todas as informações do mercado. A questão é se realmente se pode afirmar que variações de preços dos ativos são exclusivamente explicadas a partir do modelo racional.

Então surge a principal crítica dos teóricos das Finanças Comportamentais sobre as teorias tradicionais de finanças, construídas a partir da racionalidade dos agentes econômicos. Para tais estudiosos, os agentes econômicos possuem racionalidade limitada, o que contribui sobremodo, para a formação dos preços. Existem limites à arbitragem em razão de várias decisões erradas em vista dos agentes não criarem precisamente oportunidades de arbitragem sem risco a outros agentes.

O estudo de Finanças Comportamentais surgiu nas últimas décadas em decorrência das anomalias irracionais originadas pelas crises financeiras. Sewell (2007) define Finanças Comportamentais como o estudo da influência da Psicologia sobre o comportamento de profissionais financeiros e dos subsequentes efeitos do mercado. O autor ressalta ainda que o estudo dessa teoria se faz importante porque ajuda a explicar o porquê ou como os mercados são ineficientes.

Thaler (1999) ressalta que o entendimento do funcionamento do mercado financeiro pode ser enriquecido quando se adiciona a compreensão do elemento humano.

Shleifer (2000) argumenta que as Finanças Comportamentais podem ser definidas sinteticamente como o estudo da falibilidade humana nos mercados competitivos.

Para as Finanças Comportamentais, informação imperfeita e racionalidade limitada constituem uma descrição realista do funcionamento dos mercados financeiros e resultam em maior risco nas transações.

Na literatura recente, há vários estudos que explicam os diversos fenômenos regularmente observados no mercado financeiro. Para variados autores, as pessoas nem sempre se comportam de maneira racional, e investidores irracionais provocam desvios dos preços observados em relação ao valor fundamental dos ativos. Além disso, os agentes têm restrições por aproveitar oportunidades de ganho decorrentes dessas distorções.

Nesse aspecto, enfatiza-se a importância do estudo de Finanças Comportamentais, uma vez que essas “anomalias” constituem a razão de ser de investigações empíricas e teóricas das Finanças Comportamentais.

Um dos mais importantes conceitos das Finanças Comportamentais é a aversão à perda. Segundo o modelo, o investidor pondera tanto os ganhos quanto as perdas; contudo, o valor psicológico para ambos se diferencia.

De acordo com Kahneman e Tverski (1979), as pessoas sentem muito mais a dor que o prazer obtido com um ganho de igual valor. Para os autores, os investidores no mercado financeiro tendem a não aceitar perdas, resistindo a se desfazer de posições em que tenham prejuízos ao passo que apuram rapidamente posições vencedoras.

Esses renomados pesquisadores desenvolveram a Teoria do Prospecto, a qual consiste em explicar os vieses cognitivos (heurísticos) no seguimento de tomada de decisão. A Teoria do Prospecto expõe que o processo de tomada de decisão não é precisamente racional, principalmente quando o tempo disponível é limitado.

Segundo De Bondt e Thaler (1985), investidores atribuem valor exagerado às boas notícias inerentes às empresas que tiveram bom desempenho nas ações no passado recente e chegam a ignorar boas informações das que tiveram desempenho ruim.

Elton et al., (2004) defendem que, pelo Modelo *Random Walk* (caminhada aleatória), os retornos sucessivos são independentes e possuem distribuição idêntica de probabilidade no tempo. Por sua vez, Lo e Mackinlay (2001 apud SANTOS; SANTOS, 2005), lembram que pesquisas refutaram a teoria da caminhada aleatória, constatando que os preços atuais de ações têm correlação parcial com o desempenho passado, o que tornaria possível a previsibilidade, principalmente em curto prazo. Como consequência a esse fato, tem-se a possibilidade de investidores obterem ganhos anormais por meio da administração de investimentos.

De acordo com Shiller (2001), grande número de anomalias foi encontrado na HME ao longo dos anos, como o efeito janeiro e o efeito pequenas empresas. Os defensores da HME alegam que muitas destas anomalias são de pequenos efeitos e estes desapareceram depois de descobertos. Contudo, Shiller (1991) defende que os movimentos de preços no mercado de ações parecem demonstrar volatilidade excessiva, ou seja, a Hipótese de Mercados Eficientes não consegue justificar em termos de estatística essas simples representações dos mercados eficientes.

Diversos estudos vêm sendo realizados no Brasil com o objetivo de mensurar e identificar fatores responsáveis por resultados anormais no mercado de capitais. O artigo *Evasive anomalies in the Brazilian stock market*, de Madureira e Leal (2001), é um exemplo. Os referidos autores estudaram o efeito *Twist-of-Monday* no mercado acionário brasileiro entre 1986 e 1998. Identificou-se na pesquisa a presença do efeito *Twist-of-Monday* para os índices, mas a ausência nas ações mais individuais. Segundo os pesquisadores, em todo o período de amostragem, os resultados do índice Ibovespa sugerem a presença de anomalias.

Piccoli, Silva e Del Corso (2009) analisaram a existência do efeito “momento” no mercado de capitais brasileiro entre 2005 e 2008. Com base nos retornos médios

mensais, realizou-se o teste *t-student* para duas amostras estudadas, e comprovou-se estatisticamente a existência do efeito “momento” no mercado de capitais brasileiro. No entanto, com intensidade inferior à identificada em estudos similares para o mercado norte-americano.

Aguiar, Sales e Sousa (2008) propuseram um modelo para a classificação de ações e realizaram testes empíricos das hipóteses de sobrereação e sub-reação no mercado de ações brasileiro, objetivando a identificação de viés comportamental nos preços dos ativos financeiros. Os resultados obtidos se contrapuseram ao que se esperava da teoria moderna de finanças. Os autores constataram que os resultados da pesquisa indicaram que o mercado é informacionalmente ineficiente, visto que ocorreram evidências significativas de sobrereação e subreação.

Yoshinaga, Famá e Oda (2004) analisaram a existência de oportunidades de obtenção de ganhos econômicos por meio da adoção de estratégias de investimentos que explorem o viés de sobre-reação de preços no mercado de ações brasileiro no período de 1995 a 2003. Os resultados demonstram que há a oportunidade de se obter ganhos no curto prazo, pois a estratégia contrária de investimento apresentou ganhos estatisticamente significantes para os períodos mensal e trimestral.

Medeiros (2007 apud FERNANDES, 2008), em estudo de eventos para testar a HME, evidenciou que há uma sobrereação (*overreaction*) para choques positivos e negativos, sugerindo a prevalência da ineficiência institucional. Concluiu-se que a referida hipótese não é sustentada no mercado brasileiro.

3 METODOLOGIA

Este artigo explora a análise mensal do comportamento do mercado acionário brasileiro de 1995 a 2008. Isso significa 168 meses de estudos. Como *proxy* do mercado, foi utilizado o Ibovespa, índice que tradicionalmente é usado nesse tipo de trabalho. O Ibovespa é um índice médio que representa o comportamento do mercado acionário da Bolsa de São Paulo, a maior bolsa de valores do Brasil.

Foram pesquisadas medidas de atividades macroeconômicas mensais e sua relação com o mercado, incluindo produção industrial, de preços, taxa de juros e volatilidade do mercado. Estas medidas estão disponíveis na base de dados do Ipea (Ipeadata) e do Banco Central. Testaram-se inicialmente quatro índices de inflação: INPC, IGP-DI, IGP-M e IPC, todos apresentando correlações elevadas entre si. Para este estudo, optou-se por usar o IPC, já que este índice apresentava maior correlação com o comportamento da bolsa. Duas taxas de juros (TJLP e Selic) também

foram previamente testadas. A Selic apresentou melhores resultados, e, por esse motivo, foi usada no modelo.

Ao final, o modelo incluía as seguintes variáveis:

- a) Taxa Selic;
- b) Índice de Preços ao Consumidor, da FIPE;
- c) Logaritmo natural do PIB;
- d) Volatilidade;
- e) Evolução no tempo, em que janeiro de 1995 = 1, fevereiro de 1995 = 2, etc.

O valor da volatilidade foi obtido com base na metodologia *Riskmetrics* (CHRISTOFFERSEN, 2003). Inicialmente, calculou-se a rentabilidade diária do mercado pela seguinte expressão:

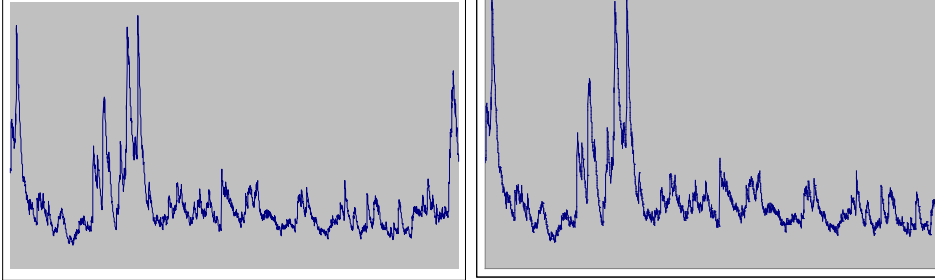
$$R_d = Ln \frac{IBOVESPA_d}{IBOVESPA_{d-1}} \quad (1)$$

A partir dessa informação, determinou-se o valor do desvio-padrão, pela fórmula:

$$DP = VOLAT_d = \sqrt{0,94VAR_d + 0,06R_{d-1}^2} \times 100$$
$$VAR_d = \text{Variância do dia } d \quad (2)$$

Os pesos são estabelecidos na própria metodologia *Riskmetrics*. Para transformar a volatilidade diária em mensal, optou-se por usar a mediana dos valores diários de cada mês. O Diagrama 1 mostra a volatilidade diária e a volatilidade mensal, nessa ordem. Como se pode perceber, a volatilidade mensal apresenta uma boa aproximação da volatilidade diária. Os valores mais elevados correspondem aos momentos de crise pelos quais passou o Brasil nos últimos anos.

Diagrama 1 – Volatilidade diária e mensal, respectivamente – 1995-2008



Fonte: os autores.

As medidas foram escolhidas por intermédio de estudos estatísticos, usando regressão linear múltipla (HAIR et al., 1998), em que a variável dependente será o Ibovespa:

$$Ibovespa = \alpha + \beta_1 V_1 + \dots + \beta_n V_n + \varepsilon \quad (3)$$

Sendo V = variáveis macroeconômicas; β = coeficientes angulares e ε = erro da regressão.

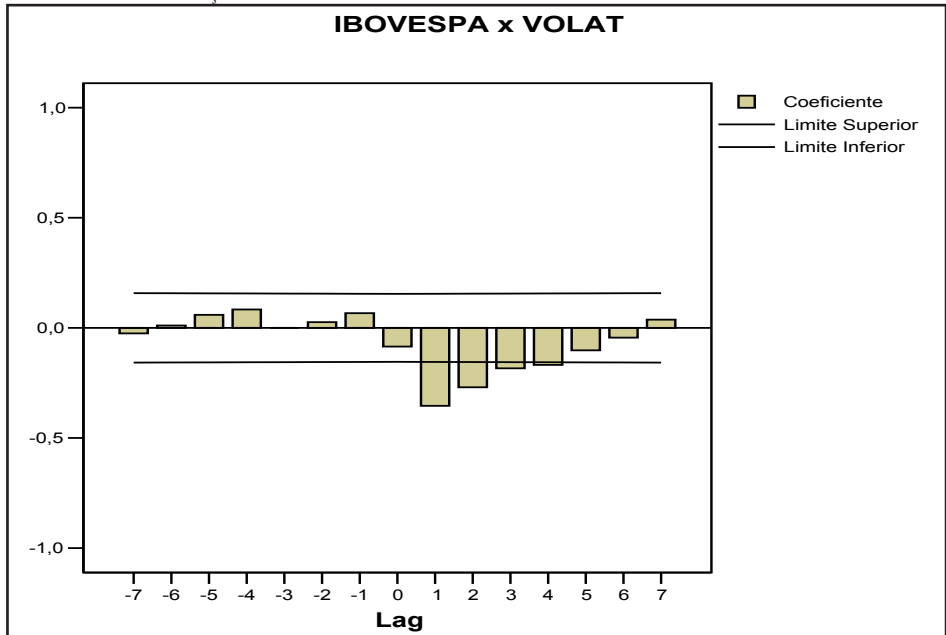
Foram realizados testes com variáveis defasadas para obter um melhor modelo preditivo. Os resultados foram pouco expressivos, à exceção da correlação entre Ibovespa e Volatilidade, que cresce com *lag* igual a 1 (Gráfico 1). Por essa razão, utilizou-se no modelo a defasagem de um mês para essa variável, com finalidade de melhorar o modelo preditivo.

Com o modelo estatístico, será realizada uma análise dos resíduos, visando encontrar os valores mais discrepantes. A partir destes valores, será feita uma associação com eventos macroeconômicos que possam ter influenciado o desempenho do Ibovespa. Após a identificação desses meses, buscaram-se na base de dados da *Factiva* possíveis explicações do comportamento do mercado. Essas possíveis explicações foram obtidas nos jornais econômicos brasileiros que compõem esta base de dados.

A análise estatística foi interpretada por meio da descrição de variáveis. Nessa parte, encontram-se a descrição e a discussão dos dados desta pesquisa, as quais foram submetidas ao pacote computacional SPSS, ressaltando-se as variáveis consideradas estatisticamente relevantes, em ordem de significância.

Após essa alteração, calculou-se uma regressão linear múltipla, cujos resultados serão analisados a seguir:

Gráfico 1 – Correlações defasadas entre as variáveis



Fonte: os autores.

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

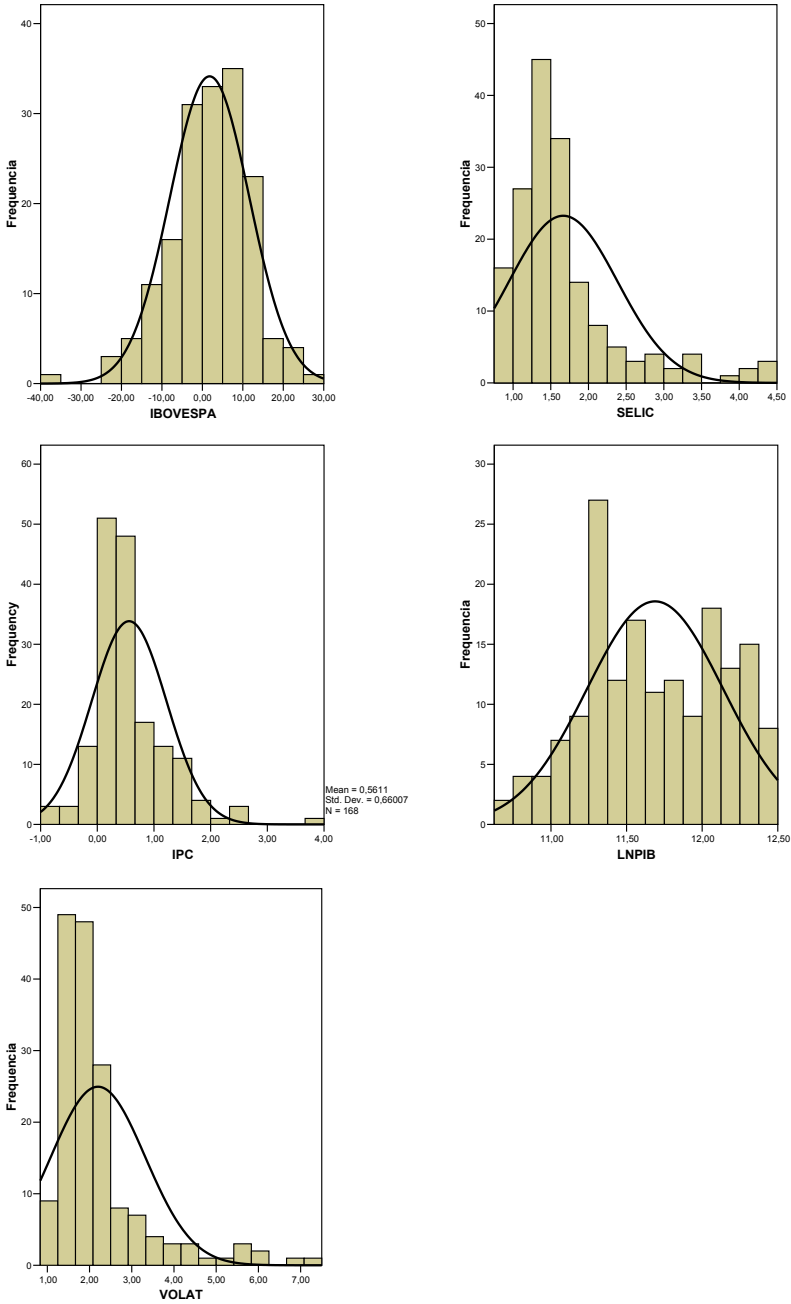
Os resultados da Estatística Descritiva encontram-se na Tabela 1. Como pode ser observado, os valores médios dos dados são positivos, com mediana próxima aos valores da média. Para o Ibovespa, a dispersão é elevada; a assimetria é negativa para essa variável e para LNPIB. A curtose é positiva, indicando distribuição afunilada.

Tabela 1 – Estatística Descritiva

	<i>IBOVESPA</i>	<i>SELIC</i>	<i>IPC</i>	<i>LNPIB</i>	<i>VOLAT</i>
Média	1,79	1,67	0,56	11,69	2,20
Erro padrão	0,76	0,06	0,05	0,03	0,09
Mediana	2,16	1,48	0,45	11,65	1,86
Desvio padrão	9,82	0,72	0,66	0,45	1,12
Curtose	1,60	3,40	3,74	(1,05)	5,83
Assimetria	(0,57)	1,82	1,35	(0,05)	2,30
Intervalo	67,58	3,46	4,72	1,76	6,30
Mínimo	(39,55)	0,80	(1,00)	10,71	0,94
Máximo	28,02	4,26	3,72	12,48	7,25
N	168	168	168	168	168

Fonte: os autores.

Gráfico 3 – Histograma das variáveis



Fonte: os autores.

O Gráfico 2 apresenta visualmente os dados usados nas variáveis. É possível perceber que o histograma do Ibovespa apresenta a chamada cauda longa do lado esquerdo. Não foi realizado, explicitamente, nenhum teste de normalidade, sendo, no entanto, calculados os gráficos PP *plot* para os resíduos. Assumiu-se que os dados apresentavam uma distribuição normal, baseados no teorema dos grandes números. Os autores reconhecem que isso pode ser uma limitação para as conclusões apresentadas, mas optou-se por manter a mesma abordagem metodológica do trabalho original de Cutler, Poterba e Summers (1989).

Aplicando o modelo linear múltiplo, obteve-se a seguinte expressão:

$$IBOVESPA = -134,398 + 4,582SELIC + 0,176IPC + 2,388LNPIB - 3,769VOLAT - 0,095TEMPO \quad (4)$$

Este modelo apresentou um coeficiente de correlação de 0,443, com um Fc de 7,903, significativo, e DW de 2,129. Além disso, o valor do R quadrado é de 0,196 e do R2 ajustado é de 0,717. Apesar de o valor calculado indicar que a expressão ajuda a explicar o comportamento do Ibovespa, os baixos valores encontrados na correlação do modelo indicam a existência de outros fatores, exógenos, que ajudam a explicar o comportamento do mercado acionário.

Aplicando o modelo aos dados reais, obtiveram-se os resíduos, que correspondem à diferença entre o modelo e o valor real. Conforme lembra Kennedy (1998), resíduos são distúrbios inerentes a um conjunto de dados. Assim, em janeiro de 1999 o modelo apontava um valor previsto para o Ibovespa de -11,69%, mas o valor real foi de 20,45%, indicando um resíduo de 32,16%. Verificou-se qual o evento que poderia justificar esta diferença.

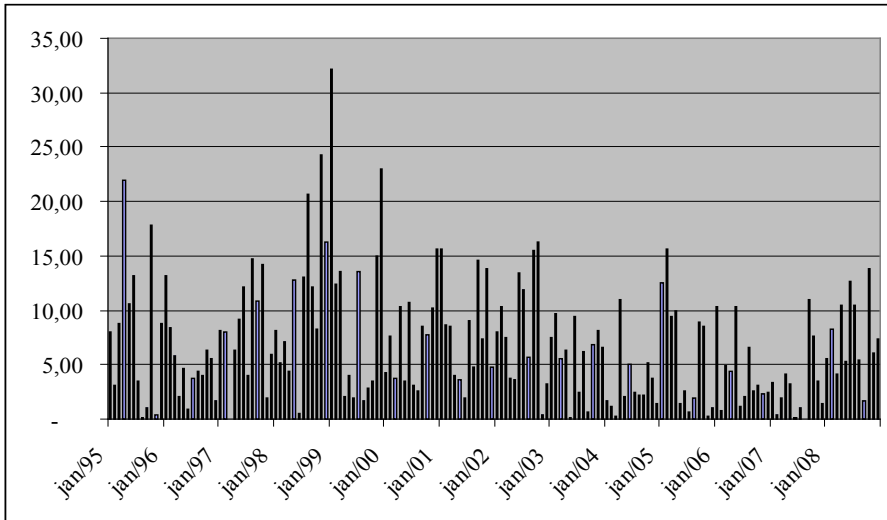
O Gráfico 3 mostra o módulo dos resíduos. Como pode ser notado, o principal período em que os resíduos foram elevados ocorreu entre meados de 1998 e início de 1999. Nesse momento o Brasil viveu uma grave crise financeira (influenciado parcialmente pela crise na Rússia), o FMI fez um empréstimo ao país, o presidente Fernando Henrique Cardoso conseguiu sua reeleição e trocou-se o comando da política econômica, com a queda de Franco.

Foram momentos turbulentos, que refletiram na bolsa de valores, fazendo com que o comportamento do mercado fosse influenciado pelo ambiente político e econômico do país.

Outro momento de crise, conforme mostra o Gráfico 3, ocorreu em 1995, no momento da consolidação do Plano Real. Existe uma queda na reserva cambial brasileira.

Em alguns casos é possível determinar com precisão o evento que influenciou o comportamento do Ibovespa e afetou os resíduos. É o caso de janeiro de 1999, que apresentou a maior diferença nos resíduos (32,16%). Nesse mês ocorreu a troca no Banco Central, sinalizando para o mercado que o regime de câmbio fixo estava encerrado no Brasil.

Gráfico 3 – Módulo dos Resíduos – 1995-2008



Fonte: os autores.

A Tabela 2 apresenta os 15 maiores resíduos em módulo. É interessante notar que os quatro primeiros em magnitude tiveram um sinal positivo, quando o mercado reagiu favoravelmente a alguma notícia. Em alguns casos não existe, a rigor, uma única notícia. É o caso de alguns resíduos entre 1998 a 1999, quando houve grave situação financeira do Brasil.

Tabela 2 – Principais resíduos e notícias vinculadas

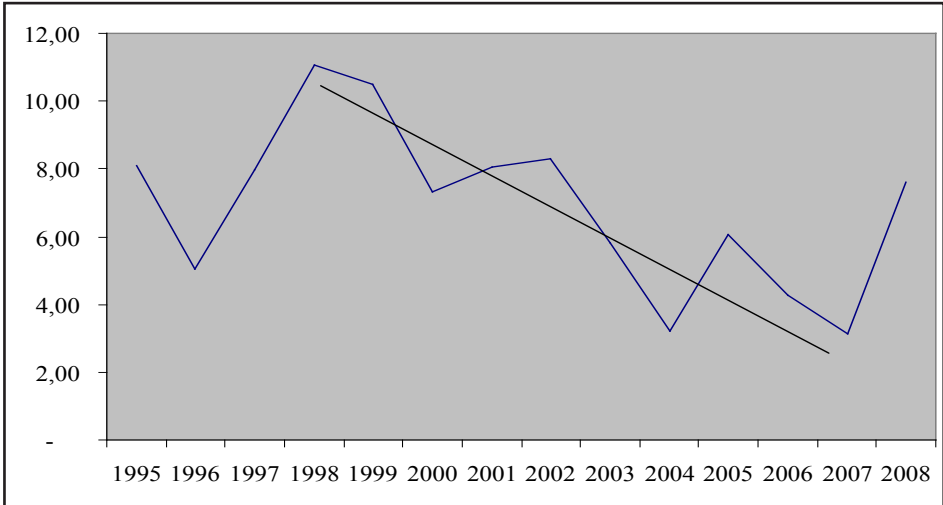
Posição	Data	Resíduo	Sinal	Fato
1	Jan. 99	32,16	+	O presidente do Banco Central pede demissão
2	Nov. 98	24,23	+	
3	Dez. 99	23,03	+	Fim do governo FHC
4	Abr. 95	21,89	+	Queda na reserva cambial, anúncio de privatização do setor elétrico e empréstimo do FMI para a Rússia
5	Ago. 98	20,60	-	(Em setembro, crise da Rússia atinge o Brasil)
6	Out. 95	17,86	-	
7	Out. 02	16,30	+	Lula ganha as eleições no segundo turno
8	Dez. 98	16,27	-	Empréstimo do FMI ao Brasil
9	Jan. 01	15,68	+	
10	Fev. 05	15,59	+	
11	Dez. 00	15,58	+	
12	Set. 02	15,45	-	
13	Nov. 99	15,03	+	
14	Ago. 97	14,67	-	
15	Set. 01	14,61	-	Atentado ao World Trade Center

Fonte: os autores.

É importante notar que em 30 dos 168 meses, entre agosto de 1998 e janeiro de 2001, que fazem parte da amostra estão concentrados 8 dos 15 maiores resíduos encontrados. Isso mostra que este período foi turbulento, em parte devido à crise econômica e cambial do Brasil.

Para finalizar, foram calculados os resíduos médios anuais, para se ter uma ideia melhor do comportamento no longo prazo. O resultado está no gráfico 5. Também, para fins de ilustração, desenhou-se uma reta entre o ano de 1998, quando o módulo dos resíduos foi em média superior aos demais anos, e de 2007, quando a média estava reduzida.

Gráfico 4 – Resíduos médios anuais – 1995-2008



Fonte: os autores.

Pode-se verificar que em 2008 aumentou o valor médio dos resíduos, provavelmente em decorrência da crise financeira mundial. É interessante notar que os anos do governo FHC foram marcados, pelo menos parcialmente e sob a ótica do modelo, por problemas, enquanto o período governo petista foi, até 2007, tranquilo.

5 CONCLUSÃO

Este trabalho verificou e analisou a influência de notícias econômicas no comportamento agregado do mercado, bem como o impacto de notícias diversas sobre o comportamento do mercado financeiro no Brasil.

Uma grande diferença entre o trabalho original e esta pesquisa diz respeito ao conjunto de dados. O trabalho de Cutler, Poterba e Summers (1989) procurou determinar o que move o mercado acionário estadunidense a partir de uma amostra que se iniciou em 1926 e terminou em 1986. O grande volume de dados permitiu que esses autores avaliassem, por exemplo, o peso de grandes acontecimentos como a II Guerra Mundial, a morte de Roosevelt, entre outros assuntos. A amplitude do escopo temporal permitiu uma análise mais rica e detalhada.

Por outro lado, esta pesquisa esbarra em um problema técnico: a instabilidade crônica em que viveu a economia brasileira a partir da década de 1970, que fez com que os valores monetários sofressem mudanças de moeda, planos econômicos, congela-

mentos de preços, manipulações de índices de preços, entre outros aspectos. Isso inviabiliza, pelo menos por enquanto, uma pesquisa com um horizonte temporal mais longo.

Apesar disso, o trabalho constatou que parte da variação desconhecida do modelo estatístico de regressão do Ibovespa pode ser explicada pelos acontecimentos ocorridos durante a crise cambial brasileira, que se iniciou em 1998, com reflexos nos anos seguintes. De qualquer forma, ainda existem movimentos nos preços do mercado acionário que necessitam de investigação, pois o trabalho não conseguiu justificar o elevado resíduo.

Como proposta para prosseguimento desta pesquisa, sugere-se que o horizonte temporal seja estendido, de forma a contemplar os anos anteriores a 1995. Apesar dos problemas de instabilidade da moeda, relatados anteriormente, pode ser que a incorporação de mais informações torne claro o desempenho da bolsa de valores. Outra opção é lidar com as variações diárias. O problema aqui seria construir um modelo explicativo que permitisse a determinação dos resíduos. Em geral, as principais séries econômicas possuem periodicidade mensal, ao contrário do comportamento da bolsa de valores. De qualquer forma, permanece a questão proposta por Cutler, Poterba e Summers (1989): O que move o mercado acionário?

What moves the brazilian stock market?

Abstract

The objective of this study was to investigate the influence of economic news in the aggregate behavior of the market from 1995 to 2008. For the modern theory of finance, asset prices are reflected the future cash flows discounted (ELTON et al., 2004). However, recent research in the field of behavioral finance show that not always the market is efficient and you may make decisions that are not fully rational. This means that the stock price reflects other stories that are not entirely related to the "fundamentals" of a title. Traditionally, studies in finance seek to determine the impact of a new story (such as dividends, advertising investment, mergers and acquisitions) on the share price of a company. However, the impact of various news about the market behavior has not been a focus of research on the Brazilian market. This study analyzed 168 months, between 1995 to 2008, using multiple linear regression with monthly Ibovespa as the dependent variable, determined the biggest waste in the period studied. From these waste sought an explanation for the behavior of the market. It was found that in 30 of the 168 months between August 1998 and January 2001, are concentrated 8 of the 15 largest wastes found.

Keywords: Behavioral finances. Stock Market. Ibovespa.

REFERÊNCIAS

AGUIAR, Renato Aparecido; SALES, Roberto Moura; SOUSA, Lucy Aparecida de. Um Modelo Fuzzy Comportamental para análise de sobrereação e sub-reação no mercado de ações brasileiro. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 3, p. 8-22, 2008. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rae/v48n3/a02v48n3.pdf>>. Acesso em: 10 maio 2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <<http://www.bacen.gov.br/>>. Acesso em: 5 ago. 2008.

BM&FBOVESPA. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/>>. Acesso em: 10 ago. 2008.

BRABAZON, Tony. **Behavioral Finance: a new sunrise or a false dawn?** Dublin: Department of Accountancy University College Dublin, 2000.

CHRISTOFFERSEN, Peter. **Elements of financial risk management**. Amsterdam: Academic, 2003.

CUTLER, David; POTERBA, James; SUMMERS, Lawrence. What moves stock prices? **The Journal of Portfolio Management**, v. 15, n. 3, p. 4-12, 1989.

DE BONDT, W.; THALER R. Does the stock market overreact? **The Journal of Finance**, v. 40, n. 3, p-793-805, 1985.

ELTON, Edwin et al. **Moderna teoria de Carteiras e análise de investimentos**. São Paulo: Atlas, 2004.

FAMA, Eugene F. Efficient Capital Market: II. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 5, 1991.

FERNANDES, Bruno V. R. **Evidências de bolhas de preços no mercado acionário brasileiro**. 2008. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis)—Universidade de Brasília, DF, Programa Multi-institucional e Inter-Regional de Ciências Contábeis, 2008.

HAIR, Joseph et al. **Multivariate data analysis**. Upper Saddle River: Prentice, 1998.

IKEDA, Ricardo Hirata; RABELO, Tarcísio S. Rabelo. Mercados Eficientes e Arbitragem: um estudo sob enfoque das Finanças Comportamentais. *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, USP, n. 34, p. 97-107, jan./abr. 2004.

IPEADATA. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/>>. Acesso em: 25 fev. 2009.

KAHNEMAN, Daniel; TVERSKI, Amos. Prospect Theory: analysis of decision under risk. *Econometrica*, v. 47, n. 2, p. 263-291, 1979.

KENNEDY, Peter. **A Guide to Econometrics**. Cambridge: MIT, 1998.

MADUREIRA, Leonardo L.; LEAL, Ricardo C. P. Elusive anomalies in the Brazilian stock market. *International Review of Financial Analysis, Elsevier Science*, n. 10, p. 123-134, 2001.

NIYAMA, Jorge K.; SILVA, César Augusto Tibúrcio. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2008.

PICOLLI, Pedro Guilherme Ribeiro; SILVA, Wesley Vieira da; DEL CORSO, Jansen Maia. A Existência do Efeito Momento no Mercado de Capitais Brasileiro no período compreendido entre 2005 e 2008. In: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO – ABEPRO, 1., 2009, Santa Catarina. **Anais...** Santa Catarina: UFSC, 2009. Disponível em: <www.producaoonline.org.br>. Acesso em: 5 jan. 2009.

SANTOS, José Odálio dos; SANTOS, José A. Rodrigues dos. Mercado de Capitais: racionalidade versus emoção: artigo em publicação periódica científica impressa. *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, USP, n. 37, p. 103-110, jan./abr. 2005.

SEWELL, Martin. **Behavioural Finance**. London: Department of Computer Science; University College London, 2007. Disponível em: <<http://www.behaviouralfinance.net/behavioural-finance.pdf>>. Acesso em: 25 fev. 2009.

SHILLER, Robert J. **Irrational Exuberance**. Princeton: Broadway Books, 2001.

_____. **Market Volatility**. 3. ed. Massachusetts: Institute of Technology, 1991.

SHLEIFER, Andre. **Inefficient Markets: an introduction to Behavioral Finance**. Oxford: University Press, 2000.

THALER, Richard. **Advances in behavioral finance**. New York: Russell Sage, 1993.

_____. The End of Behavioral Finance. In: ASSOCIATION FOR INVESTMENT MANAGEMENT AND RESEARCH. Chicago: University of Chicago Graduate School of Business, 1999.

YOSHINAGA, Cláudia Emiko; FAMÁ, Rubens; ODA, André Luiz. **Análise da sobre-reação de Preços no Mercado Brasileiro de 1995 a 2003**. 2004. Dissertação (Mestrado em Administração)—Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/Semead/8semead/resultado/trabalhosPDF/388.pdf>>. Acesso em: 4 dez. 2009.

Recebido em 1 de março de 2011

Aceito em 14 de março de 2012

