

Impactos da direção do mercado acionário e do tamanho do patrimônio na geração de alfa de fundos brasileiros

ALEXANDRE NOGUCHI
INSPER / FGV-EAESP

ADRIANA BRUSCATO BORTOLUZZO
INSPER INSTITUTO DE ENSINO E PESQUISA (INSPER)

MICHAEL
INSPER INSTITUTO DE ENSINO E PESQUISA (INSPER)

Impactos da direção do mercado acionário e do tamanho do patrimônio na geração de alfa de fundos brasileiros

Introdução

A indústria de fundos de investimento no Brasil vem crescendo nos últimos anos. Mas antes de procurar explorar esse potencial de mercado, é necessário verificar as possíveis barreiras de entrada. E nesse ponto identificamos uma possível habilidade dos gestores dos fundos em obter retornos excessivos em relação à gestão passiva. Caso existente, poderíamos classificá-la como uma barreira intangível à imitação ou ambiguidade causal, visto que não pode ser facilmente copiada, mesmo por pessoas dentro da própria empresa. Este trabalho mostra que tal habilidade não pode ser confirmada.

Problema de Pesquisa e Objetivo

O objetivo do trabalho é confirmar, através de uma análise quantitativa, que os gestores de fundos de ações são incapazes, em média, de gerar retorno superior à gestão passiva. Na segunda parte do estudo é realizada uma análise estatística para comprovar que não existe relação entre o alfa de cada gestor e a direção, de alta ou baixa, do mercado acionário. E em terceiro lugar buscamos confirmar se existe uma relação negativa entre o alfa de cada gestor vis-à-vis o patrimônio dos respectivos fundos.

Fundamentação Teórica

Kosowski et al. (2007) e Fama e French (2010) analisaram retornos de amostras de fundos e concluíram que poucos gestores foram capazes de cobrir seus custos. Castro e Minardi (2009) e Malaquias e Eid (2013) também encontraram resultados que indicam não haver evidência de retorno excessivo nos fundos brasileiros. Fabozzi e Francis (1979) e Alexander e Stover (1980) não encontraram evidências de que o alfa apresenta comportamento diferente em função da direção de alta ou baixa do mercado Berk e Green (2004) afirmam que o desempenho dos fundos piora conforme há aumento no patrimônio do fundo.

Metodologia

Os alfas foram calculados com os retornos mensais, de um período de 10 anos, de 141 fundos de ações brasileiros, com base no modelo de 3 fatores de Fama e French (1993), em janelas móveis de 12 meses. Foram utilizados estimadores robustos de Newey-West (1987) para corrigir autocorrelação dos resíduos. Posteriormente, para testar os efeitos da direção do mercado e o tamanho do patrimônio, foram realizadas regressões de dados em painel dinâmico, utilizando o GMM em 2 estágios proposto por Arellano & Bond (1991), de modo garantir a consistência do modelo.

Análise dos Resultados

Os dados indicam que, na média, não podemos rejeitar a hipótese de nulidade do intercepto de retornos, com 95% de confiança. E os dados individuais apontam que uma parcela muito pequena de fundos (apenas 2) conseguiu manter o retorno excessivo positivo durante 25% do período de observação. E nenhum fundo atingiu mais do que 30% de consistência. As regressões em painel dinâmico apontam para coeficientes nulos para as dummies de direção do mercado e coeficiente negativo para o tamanho do patrimônio dos fundos.

Conclusão

Os resultados estão em linha com o estudo de Fama e French (2010), que afirmam que os gestores, em média, não geram retorno excessivo para os investidores. Também em linha com a literatura, encontramos evidências de poucos gestores capazes de manter estacionariedade de alfas ao longo do tempo. Adicionalmente confirmamos a tese de Fabozzi e Francis (1979) de que a direção do mercado não afeta o desempenho dos gestores. E por fim, verificamos que o patrimônio do fundo possui relação negativa com a geração de alfa, como proposto por Berk e Green (2004).

Referências Bibliográficas

Alexander & Stover (1980) Berk & Green (2004) Bernanke (2015) Besanko et al (2012) Black, Jensen & Scholes (1972) Boubaker et al (2017) Breusch (1978) Brown et al (1992) Castro & Minardi (2009) Carhart (1997) Fabozzi & Francis (1979) Fama & French (1993) Fama & French (2010) Fama & French (2015) Fama & MacBeth (1973) Jensen (1972) Klemkowsky & Maness (1978) Kosowski et al

(2007) Kosowski et al (2019) Malaquias & Eid (2013) Markowitz (1952) Matos & Nave (2012) Merton (1981) Milan & Eid (2017) Pastor et al (2020) Sanvicente & Sanches (2002) Sharpe (1964) Sharpe (1966) Sharpe (1991) Yin (2016)