



UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA
FACULDADE DE ECONOMIA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

ALMIR MOREIRA VAZ SAMPAIO NETO

DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO COM
FOCO NA PARTICIPAÇÃO DAS PESSOAS FÍSICAS

SALVADOR
2015

ALMIR MOREIRA VAZ SAMPAIO NETO

**DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO COM
FOCO NA PARTICIPAÇÃO DAS PESSOAS FÍSICAS**

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal da Bahia como quesito parcial à obtenção do título de Bacharel de Ciências Econômicas pela Universidade Federal da Bahia.

Área de concentração: Mercado de capitais.

Orientador: André Luis Mota dos Santos.

SALVADOR

2015

ALMIR MOREIRA VAZ SAMPAIO NETO

DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO COM FOCO
NA PARTICIPAÇÃO DAS PESSOAS FÍSICAS

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal da Bahia como quesito parcial à obtenção do grau de Bacharel de Ciências Econômicas pela Universidade Federal da Bahia.

Banca examinadora:

Prof. Dr. André Luis Mota dos Santos
Universidade Federal da Bahia

Prof. Dr. Antônio Ricardo Dantas Caffé
Universidade Federal da Bahia

Prof. Dr^a. Cláudia Sá Malbouisson Andrade
Universidade Federal da Bahia

S327 Sampaio Neto, Almir Moreira Vaz
Desenvolvimento do mercado de capitais com foco na
participação das pessoas físicas / Almir Moreira Vaz Sampaio
Neto. – Salvador, 2015.
49 f.; II.

TCC (Graduação) – Universidade Federal da Bahia,
Faculdade de Economia. Orientador: Prof. André Luis Mota dos
Santos.

1. Brasil – mercado de capitais. 2. Mercado financeiro. 3.
Pessoas físicas – investimento. I. Universidade Federal da Bahia.
II. Mota, André Luis. III. Título.

CDD: 332.681

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus professores pela disposição ao transmitir o conhecimento, principalmente por sempre buscarem ultrapassar as fronteiras dos manuais e dos conteúdos superficiais.

Agradeço a minha família, principalmente para a minha avó, Lygia Sulz de Almeida, e mãe, Carla Rosana Stolze Vaz Sampaio pela confiança, educação e apoio durante todos momentos importantes na minha caminhada educacional e profissional.

Dedico este trabalho para meu pai, Almir
Moreira Vaz Sampaio Filho, em memória.

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo analisar a participação das pessoas físicas no mercado de capitais brasileiro como fator de desenvolvimento financeiro, identificando as consequências da alta concentração da movimentação financeira e os principais motivos da pequena presença de investidores minoritários. Analisaremos a estrutura do mercado de capitais brasileiro, verificando os principais aspectos necessários para a evolução e dinamização desse segmento dentro do mercado financeiro nacional. Com isso, o tema principal se caracteriza dentro da área de estudo de desenvolvimento financeiro, buscando expor algumas das medidas necessárias para o avanço do mercado de capitais nacional e consequentemente, do ambiente econômico interno.

Palavras-chave: Mercado de capitais. Investidores individuais. Pessoas físicas. Desenvolvimento financeiro.

ABSTRACT

This study aims to analyse individual's participation in the Brazilian capital market as a factor of the country's financial development, identifying consequences of the financial transactions high concentration and the most important reasons for the small presence of minority investors. Brazilian capital market's structure will be analysed, verifying the main necessary aspects for the evolution and promotion of this segment in the national financial market. Therefore, the central theme is characterized within the financial development study area, exposing some necessary measures for the national capital market's advance and, consequently, Brazilian internal economy advance.

Key-words: Capital market. Individual investors. Physical persons. Financial development.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

- Figura 01 – Segmentação do mercado financeiro.
- Figura 02 – Valor de mercado das companhias x Volatilidade anualizada.
- Figura 03 – Diferença entre a taxa de remuneração para depósitos bancários e a taxa para empréstimos no ano de 2011.
- Figura 04 – Custos de transação médios nos mercados de ações mundiais em 2009.
- Figura 05 – Custos gerais bancários sobre o total de ativos administrados (%) em 2011.
- Figura 06 – Valor transacionado no mercado de capitais em relação ao Produto Interno Bruto.
- Figura 07 – Volatilidade no mercado de capitais x Valor transacionado no mercado de capitais em relação ao Produto Interno Bruto.
- Figura 08 - Taxas anuais de juros de crédito bancário, debêntures e BNDES.
- Figura 09 – Participação no volume financeiro da BOVESPA por classe de investidor.
- Figura 10 – Volatilidade do mercado de capitais brasileiro x % Pessoas físicas.
- Figura 11 – Valor transacionado (%) no mercado acionário excluindo as 10 maiores empresas versus o total movimentado em 2011.
- Figura 12 – Concentração de mercado das empresas listadas na BOVESPA.

LISTA DE TABELAS

Tabela 01 – Fontes de financiamento de 292 companhias abertas não financeiras em 2012.

Tabela 02 – Fontes de financiamento por porte das companhias de capital aberto em 2012.

Tabela 03 – Custo de negociação Bovespa em 2000.

Tabela 04 – Listagem de empresas emissoras por “tipo”.

Tabela 05 – Concentração do Mercado – Bolsas de valores mundiais.

LISTA DE SIGLAS

BCB	BANCO CENTRAL DO BRASIL
BM&F BOVESPA PAULO	BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO
BNDES	BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL
CMN	CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL
CVM	COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS
FIBV	FEDERAÇÃO INTERNACIONAL DE BOLSAS DE VALORES
PAEG	PROGRAMA DE AÇÃO ECONÔMICA DO GOVERNO
PND	PLANO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO
SELIC	SISTEMA ESPECIAL DE LIQUIDAÇÃO E DE CUSTÓDIA
SUMOC	SUPERINTENDÊNCIA DA MOEDA E DO CRÉDITO

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
2 DESENVOLVIMENTO	18
2.1. EFICIÊNCIA DO MERCADO DE CAPITAIS	18
2.2. EVOLUÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO E A PARTICIPAÇÃO DAS PESSOAS FÍSICAS	28
3 CONCLUSÃO	45
REFERÊNCIAS	47

1 INTRODUÇÃO

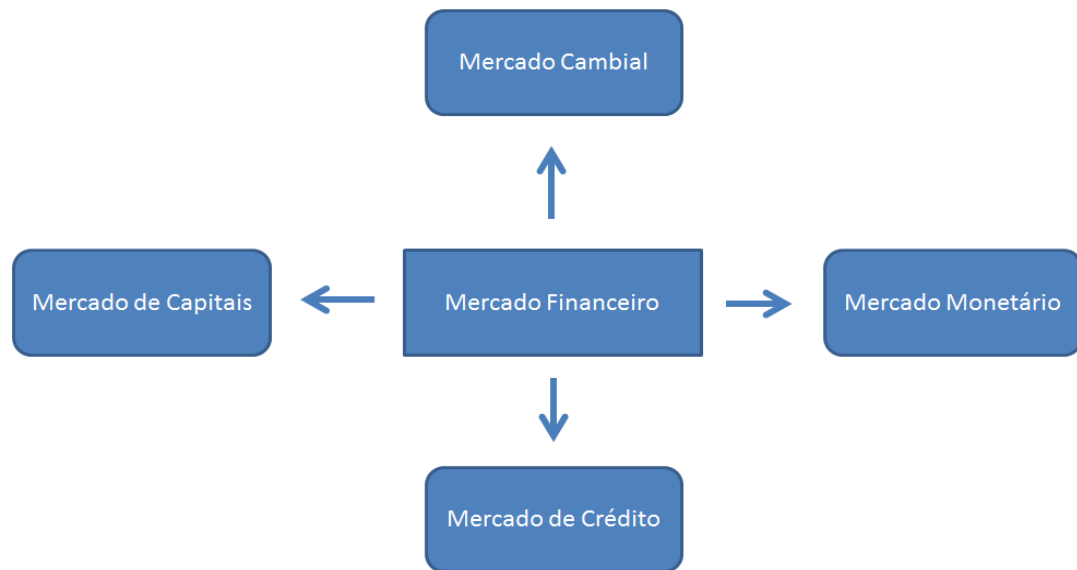
O mercado financeiro tem como objetivo maximizar a utilidade dos recursos disponíveis em uma sociedade a partir de um sistema onde o fluxo de riquezas seja o mais fluido possível, fazendo que com agentes superavitários e deficitários se relacionem com custos de transação minimizados.

Essa função do mercado financeiro objetiva finalmente o crescimento econômico, vislumbrando o aumento do bem-estar social. Portanto, podemos correlacionar a necessidade de existência de um mercado financeiro bem estruturado com o crescimento e desenvolvimento econômico, sendo a estrutura do mercado financeiro uma base para a dinamização da economia.

O mercado financeiro consiste no conjunto de instituições e instrumentos destinados a oferecer alternativas de aplicação e captação de recursos financeiros. Basicamente, é o mercado destinado ao fluxo de recursos financeiros entre poupadores e tomadores. Dessa forma, o mercado financeiro pode exercer as importantes funções de otimizar a utilização dos recursos financeiros e de criar condições de liquidez e administração de riscos (ANDREZO, 2007, p.02).

O mercado financeiro é segmentado em quatro partes: mercado monetário, mercado de capitais, mercado cambial e mercado de crédito. O mercado monetário é o segmento onde são realizadas transações de curto e curtíssimo prazo que envolvem o controle da liquidez da moeda de uma economia, empréstimos entre instituições financeiras e consequentemente controle da taxa de juros de curto prazo. O Banco Central atua como principal participante desse segmento através de três instrumentos: recolhimento compulsório, operações de redesconto e operações de *open market*. Além dele, também existe a importante participação de instituições credenciadas e autorizadas chamadas de *dealers*. Os *dealers* têm como função intermediar o relacionamento do BC com as demais instituições do mercado.

Figura 01 – Segmentação do mercado financeiro.



Fonte: Elaboração própria.

O mercado de câmbio, segundo Fortuna (2010, p.469), “compreende as operações de compra e de venda de moeda estrangeiras e as operações com ouro-instrumento cambial, realizadas com instituições autorizadas a operar no mercado de câmbio, bem como as operações em moeda nacional entre residentes, domiciliados ou com sede no País e residentes, domiciliados ou com sede no exterior”.

O mercado de crédito, também conhecido como mercado bancário, tem como função a partir da intermediação por instituições financeiras realizar o financiamento do consumo dos agentes econômicos de curto e médio prazo, assim como a necessidade de capital de giro pelas empresas. Com isso, torna-se um segmento altamente relevante para a liquidez da economia, gerando impactos diretos sobre o consumo e o PIB, assim como sendo alvo de diversas políticas econômicas para controle da inflação.

Por fim, o mercado de capitais, que representa o foco principal do presente trabalho, se caracteriza como o universo diretamente correlacionado com o financiamento de médio e longo prazo para empresas. Esse segmento possui instrumentos mais diversificados, que envolvem títulos de dívida de longo prazo, mercado de ações e mercado de derivativos. Segundo a BM&F Bovespa,

O mercado de capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários que visa proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização. É constituído pelas bolsas, corretoras e outras instituições financeiras autorizadas. No mercado de capitais, os principais títulos negociados são os representativos do capital de empresas — as ações — ou de empréstimos tomados, via mercado, por empresas — debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e “commercial papers” —, que permitem a circulação de capital para custear o desenvolvimento econômico (BM&F Bovespa, 2010, p. 13).

Ainda de acordo com a BM&F Bovespa (BM&F Bovespa, 2010, p.14) e as Leis 6.385 e 10.303, os títulos negociados no mercado de capitais são:

1. Ações, debêntures e bônus de subscrição;
2. Cupons, direitos, recibos de subscrição, certificados de desdobramentos relativos aos valores mobiliários;
3. Certificado de depósitos de valores mobiliários.
4. Cotas de fundos de investimentos em valores mobiliários ou de clubes de investimentos em quaisquer ativos;
5. Notas comerciais;
6. Contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
7. Outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes;
8. Quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Diferentemente do mercado de crédito, o mercado de capitais visa o financiamento voltado ao longo prazo e para capitalização de empresas, assim como a sua operação com custos minimizados, devido à conexão mais próxima entre o agente superavitário, neste caso o investidor, e a empresa que busca o financiamento. A partir dessa modalidade, o investidor se caracteriza como um sócio do negócio ou como um credor direto da empresa, compartilhando direta ou indiretamente os riscos da empresa.

Intrinsecamente, a estruturação de um mercado de capitais nacional saudável é ponto fundamental para o desenvolvimento econômico de um país e para a estruturação das organizações dentro do seu território. A conexão entre agentes econômicos superavitários e deficitários é fator dependente para o desenvolvimento das empresas, fazendo com que os empreendedores sejam incentivados a produzir e possuam a capacidade de financiamento para desenvolvimento de ideias e negócios.

Segundo a BM&F Bovespa,

O desenvolvimento econômico sustentável depende da expansão contínua da capacidade de produção. Esta expansão é função, por sua vez, de investimentos em capital e recursos humanos. Esses investimentos funcionam quando produzem dois efeitos: acumulação do capital produtivo e aumento da produtividade (do capital e da mão-de-obra). O crescimento se acelera quando os investimentos são direcionados para as melhores alternativas, isto é, aquelas que apresentam os maiores retornos econômicos e sociais.

Os investimentos e a forma como são realizados estão, portanto, na raiz do processo de desenvolvimento econômico e social. A poupança, que viabiliza os investimentos, é outro componente essencial do processo. E a eficiência na utilização da poupança é crucial, pois ela determina o custo do investimento. A melhor conjugação de todos esses fatores gera o círculo virtuoso do desenvolvimento, que permite à sociedade desfrutar de níveis crescentes de bem-estar e de redução da pobreza (BM&F Bovespa, 2010, p. 6).

Busca-se analisar, neste estudo, um dos parâmetros hipoteticamente influenciador na eficiência do mercado de capitais: a descentralização da movimentação financeira. Traçando como foco a análise da classe de investidores pessoas físicas, o presente trabalho tem como objetivo identificar a existência da relação entre a eficiência do mercado de capitais com a pulverização das classes de investidores, onde entenderemos o conceito de pulverização o aumento da participação das pessoas físicas para um mesmo volume financeiro negociado no mercado de capitais.

A análise se concentrará na participação das pessoas físicas, buscando entender a função dessa classe de investidores individuais dentro do mercado, identificar e explicitar a sua importância e as consequências do aumento da sua participação pelo fato de representarem de forma consistente o conceito de pulverização, além do sentido microeconômico de não possuírem poder de mercado, ou seja, individualmente não representam uma parte relevante e influenciadora para o nível de preço e outros aspectos transacionais.

Além disso, como objetivo específico, é traçada a análise dos fatores principais que interferem e interferiram historicamente na presença dessa classe de investidores no mercado de capitais brasileiro.

O presente estudo foi idealizado a partir da observação da atual estrutura de investidores do mercado de capitais nacional e, mais especificadamente no mercado de ações na BM&F Bovespa, que apresentam sinais de alta concentração de investidores e captação das empresas, fazendo com que o capital presente no mercado se torne altamente concentrado e com uma produtividade inferior. Essas características em situações extremas promovem a falta de eficiência do mercado de capitais, fazendo com que não cumpra o seu objetivo principal, de canalizar recursos financeiros de forma fluida e com custos minimizados entre agentes para obter crescimento econômico, diminuindo também a poupança nacional.

Não por mera coincidência, o nível de poupança nacional atualmente representa outro importante problema para o desenvolvimento das empresas e instituições nacionais. A falta de recursos torna-se uma barreira para o desenvolvimento de ideias e negócios no país, que por falta de financiamento acabam sendo inviabilizados operacionalmente.

A baixa presença de investidores individuais, pessoas físicas, surge tanto como consequência como causa para a evidência dessas questões. Comparativamente ao nível mundial, o número inexpressivo de investidores individuais nacionais dentro do mercado de capitais faz com que as movimentações financeiras sejam determinadas por grandes agentes, em sua maior parte instituições e investidores estrangeiros, que por muitas vezes agem de forma oligopolizada em suas operações, o que também surge como fator que inviabiliza a entrada de pequenos investidores no mercado, tendo em vista principalmente a dificuldade da detenção de informações em mercados com baixa eficiência.

2 DESENVOLVIMENTO

2.1 EFICIÊNCIA DO MERCADO DE CAPITAIS

Com o intuito de analisar a principal função do mercado de capitais, a teoria de eficiência do mercado de capitais possui como base a discussão dos princípios que devem estar presentes na vigência de qualquer sistema financeiro para que o objetivo de interligar agentes econômicos poupadores e tomadores de recursos seja o mais fluido possível e com custos de transação minimizados.

De acordo com Copeland e Weston (1992, p.331), um mercado de capitais perfeito deve estabelecer os parâmetros listados abaixo.

- i) Custo zero para obtenção de informações pelos agentes econômicos, fazendo com que a informação seja homogênea dentro do mercado.
- ii) Agentes econômicos são *price takers*, ou seja, são tomadores de preço. Não possuem a possibilidade de influenciar individualmente no preço de um ativo financeiro.
- iii) Não existência de custos de transação. Em um mercado ideal não existem custos como corretagem, custos de transferência de capital, impostos sobre a movimentação entre ativos financeiros e o capital possui livre mobilidade.
- iv) Todos indivíduos são racionais e buscam maximizar os retornos esperados.

Além desses parâmetros, Fama (1970) define que em um mercado de capitais perfeito, todas as informações estão incluídas no preço do ativo. Ou seja, todas as informações existentes no mercado já são identificadas pelos agentes e o preço corrente representa a implicação dos fatores existentes em uma ação ou título financeiro.

A partir desses conceitos, o mercado de capitais ideal surge de forma similar a um mercado competitivo neoclássico, onde os produtores e demandantes são partículas ínfimas dentro do sistema,

não possuindo a capacidade de influenciar individualmente a estrutura geral e o nível de preços estabelecido. Nesse caso, os agentes econômicos serão sempre “tomadores de preço”.

Dentro da idealização do mercado de capitais perfeito, as características acima descritas implicam na existência de um padrão de retorno esperado, o qual é invariavelmente similar para todo o mercado no longo prazo, tanto no caso dos investimentos diretos, quanto nos investimentos em carteira e portfólio. Portanto, a existência do estado de equilíbrio tende a não permitir que exista uma ação ativa que possibilite ganhos acima do retorno médio do mercado no longo prazo, devido principalmente a hipótese da homogeneidade da informação. Caso um indivíduo possua uma estratégia que seja superior a todas outras do mercado, ela seria rapidamente adotada por outros agentes econômicos, fazendo com que os retornos dessa ação convergissem para a média (FAMA, 1970).

Eugene Fama (1970) subdivide a eficiência do mercado de capitais em três níveis, identificando que cada estrutura o mercado pode comportar-se de forma distinta de acordo com os seus parâmetros de eficiência da informação e poder de mercado dos agentes econômicos. No nível chamado de “forma fraca” da Hipótese de Eficiência, o preço de um título contém apenas a base de informações passadas disponível para o mercado, este é o estágio mais fundamental de eficiência. No nível “semi-forte”, além das informações históricas publicamente disponíveis, os investidores têm acesso a jornais, informações financeiras e operacionais das empresas, fazendo com que o preço contenha informações presentes e atualizadas, gerando uma menor distorção em comparação ao estágio anterior entre os ganhos obtidos acima da média de mercado.

Por fim, no estágio mais eficiente, todas as informações estão intrínsecas no preço, o que inclui informações passadas, informações de empresas divulgadas para o mercado e informações que antes eram caracterizadas como “privilegiadas”. Nesse nível não existem informações restritas a poucos investidores, todas informações são públicas e permitem o uso comum como estratégia por qualquer indivíduo (FAMA, 1970). Com isso, o retorno esperado de um mercado é estabelecido pela melhor estratégia, já que ela é conhecida e os agentes econômicos têm como objetivo a maximização do retorno esperado.

Através de um estudo o qual buscou identificar as características do desenvolvimento do mercado capitais em países emergentes, Kent Hargis (2000) comparou os mercados de ações presentes em quatro países da América Latina (Argentina, Brasil, Chile e México) e identificou que ambos possuem deficiências fundamentais que impedem a estabilização da volatilidade dos preços dos ativos financeiros e conseqüentemente, aumento da movimentação financeira. Ademais, o autor identificou a existência de correlação significativa entre a concentração de mercado e o afastamento de novos investidores, principalmente minoritários, os quais são desmotivados pela alta volatilidade.

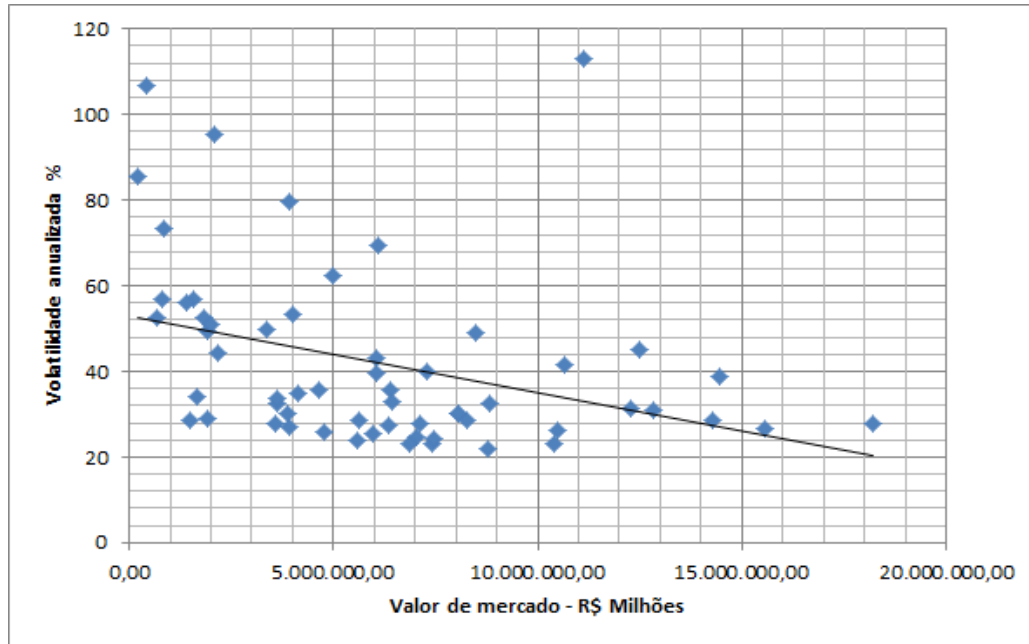
Segundo Kent Hargis,

Similarmente, a liquidez do mercado pode ser relacionada com a participação dos investidores. Algumas vezes os investidores se deparam com situações que geram a necessidade de liquidação de investimentos. Caso as demandas por liquidez dos investidores sejam independentes e no mercado exista um grande número de investidores, a volatilidade gerada pela liquidação no mercado deve ser baixa. Em um mercado com número limitado de participantes ou investidores, no entanto, com uma demanda anormalmente grande pelo ativo, a liquidação pode gerar impacto significativo no nível de preços, porque as diversas demandas aleatórias não se cancelam no curto prazo. Esse aspecto pode aumentar a volatilidade dos preços dos ativos. Assim, a maior (menor) participação de investidores no mercado de capitais pode tornar o sistema mais (menos) líquido e reduzir (aumentar) a volatilidade dos preços dos ativos. Esse cenário incentiva o ingresso de um número maior de investidores, cuja movimentação não gera grande impacto nos preços, e as empresas passam a ter ações com preços mais altos, devido a volatilidade reduzida, o que também incentiva a entrada de investidores avessos ao risco (HARGIS, 2000, p. 104).

A figura 02 demonstra a relação entre o valor de mercado e a volatilidade anualizada de 59 companhias presentes na Bovespa. É possível perceber a existência da relação inversa entre os parâmetros mencionados, ou seja, quanto maior for o valor de mercado, a empresa tende a ter uma volatilidade menor. Essa evidência apresenta uma das principais barreiras para o crescimento dos mercados de capitais de países emergentes, já que o valor transacionado e a captação de recursos possuem elevada concentração, como é o exemplo da Bovespa, que em 2009 as cinco maiores empresas listadas detinham mais de 50% da movimentação financeira. Com isso, de acordo com a

análise estabelecida no gráfico 05, empresas menores ingressantes no mercado de capitais estão amplamente expostas a grande volatilidade.

Figura 02 – Valor de mercado das companhias x Volatilidade anualizada.



Fonte: BM&F Bovespa (2014).

Segundo Dockett e Koch (2005), a presença de alta volatilidade reflete a elevada incerteza na valoração do patrimônio e da performance de uma empresa, sendo que no caso de empresas específicas, a volatilidade pode ser minimizada e resolvida através do aumento de informação. Além disso, os autores afirmam que a presença de elevada volatilidade pode afetar em proporções distorcidas a direção tomada pelos agentes econômicos durante a recepção de notícias sobre o mercado, aumentando a ineficiência das decisões econômicas e afastando os investidores minoritários.

Armstrong e Balakrishnan (2010) analisaram o ambiente de informação e evidências de governança corporativa de empresas americanas de capital aberto após a aprovação de leis *antitakeovers*, que significam leis contra o domínio do controle das decisões por um grupo ou uma pessoa. O objetivo da análise foi identificar se a aprovação das leis para descentralização do controle e das

decisões das empresas contribuíram para diminuição das informações assimétricas no mercado de ações americano e conseqüentemente, a diminuição da volatilidade idiossincrática.

Segundo Armstrong e Balakrishnan,

As mudanças no grau de proteção *antitakeover* podem afetar o ambiente corporativo de informações influenciando o nível de transparência e qualidade das informações financeiras geradas pelas empresas. Em particular, o aumento das disposições *antitakeover* reduzem o risco de aquisições hostís, as quais isolam os gestores de efeitos disciplinadores do mercado de capitais para controle corporativo. Esta, por sua vez, pode reduzir os incentivos dos gestores para fornecerem informações transparentes para o mercado e partes externas (ARMSTRONG e BALAKRISHNAN, 2010, p.3).

Com isso, podemos adotar que o principal caminho para a solução a longo prazo da alta volatilidade e baixa liquidez dos países emergentes é realizada através da abertura financeira e diminuição do custo das informações para o público, o que possibilitaria o aumento do número de investidores e conseqüentemente o aumento da movimentação financeira total. Investidores que antes possuíam poder de mercado, com o aumento da movimentação financeira passam a necessitar de uma quantidade maior de capital para gerar individualmente impactos significativos no valor de um ativo financeiro.

Por outro lado, Thierry Foucault (2011) analisou o mercado de ações francês e verificou que a participação dos investidores “varejistas”, ou seja, investidores individuais contribui para o aumento da volatilidade pelo fato deles não possuírem informação e conhecimento específico sobre o mercado de capitais. Nesse caso, os investidores individuais são considerados *noise traders* e tomam decisões no mercado de ações em grande parte guiados por notícias informais ou boatos. Com isso, Foucault argumenta que esses investidores contribuem positivamente para a volatilidade pelo fato de gerarem e ampliarem os “ruídos” de precificação das ações, de forma especulativa.

De acordo com a conclusão de Foucault:

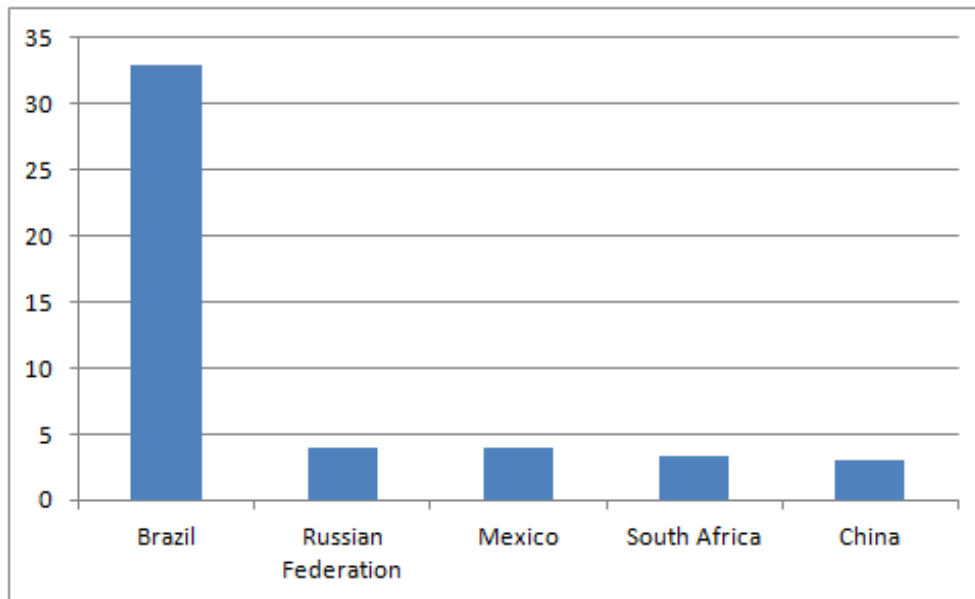
Nós mostramos que a negociação de varejo tem um efeito positivo na volatilidade do retorno das ações, o que sugere que investidores de varejo tem o comportamento de *noise traders*. Para identificar esse efeito, usamos uma

reforma do mercado de ações francês que aumentou o custo relativo para negociações especulativas para investidores de varejo. A volatilidade do retorno diário das ações afetadas pela reforma decresceu 20 pontos base (um quarto do desvio-padrão da amostra da volatilidade do retorno) em relação a outras ações. Para as ações afetadas, nós também encontramos uma diminuição significativa na magnitude do retorno de reversões e o impacto de negociações nos preços dos ativos (FOCAULT, p.01, 2011).

Entretanto, com base na análise das premissas de um mercado eficiente, o aumento da volatilidade do mercado de capitais com a participação de agente econômicos com informação assimétrica é esperada. A análise que estabelecemos no presente trabalho contrapõe a teoria de Focault (2011) no ponto em que determinamos que o fator gerador para o aumento da volatilidade não é a participação de agentes minoritários, mas sim a existência de assimetria de informação entre as diversas classes de investidores e a existência de outras falhas de mercado.

O segundo ponto de análise da teoria de eficiência do mercado de capitais aborda os custos de transação. Caracteristicamente, os países emergentes possuem altos custos para realização de operações financeiras e para obtenção de informações, principalmente em consequência dos elevados custos operacionais bancários, que de forma negativa somam-se a elevada diferença entre a taxa de captação de recursos e a taxa de juros para empréstimos, contribuindo para a ineficiência da alocação de recursos.

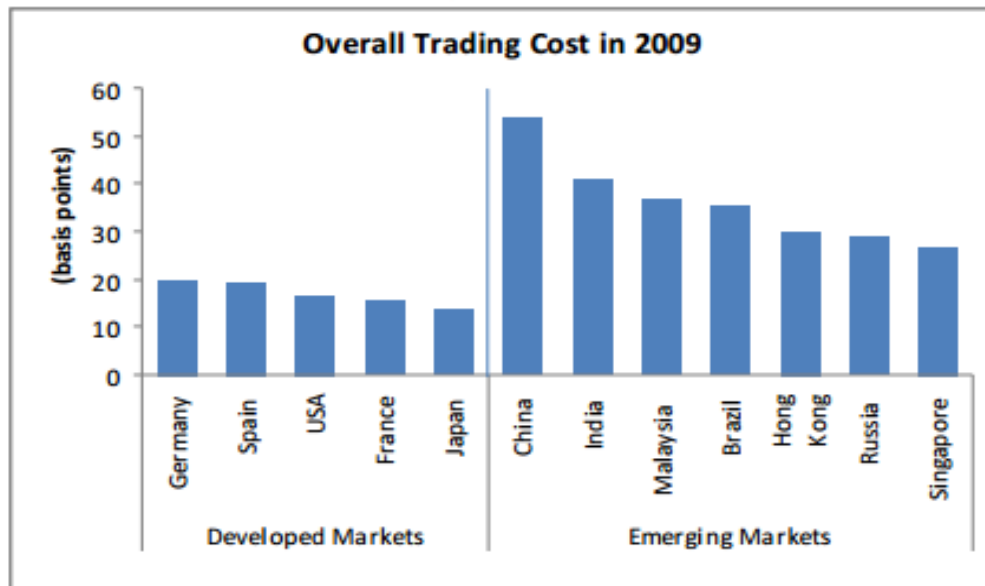
Figura 03 – Diferença entre a taxa de remuneração para depósitos bancários e a taxa para empréstimos no ano de 2011.



Fonte: Global Financial Development Database, 2011.

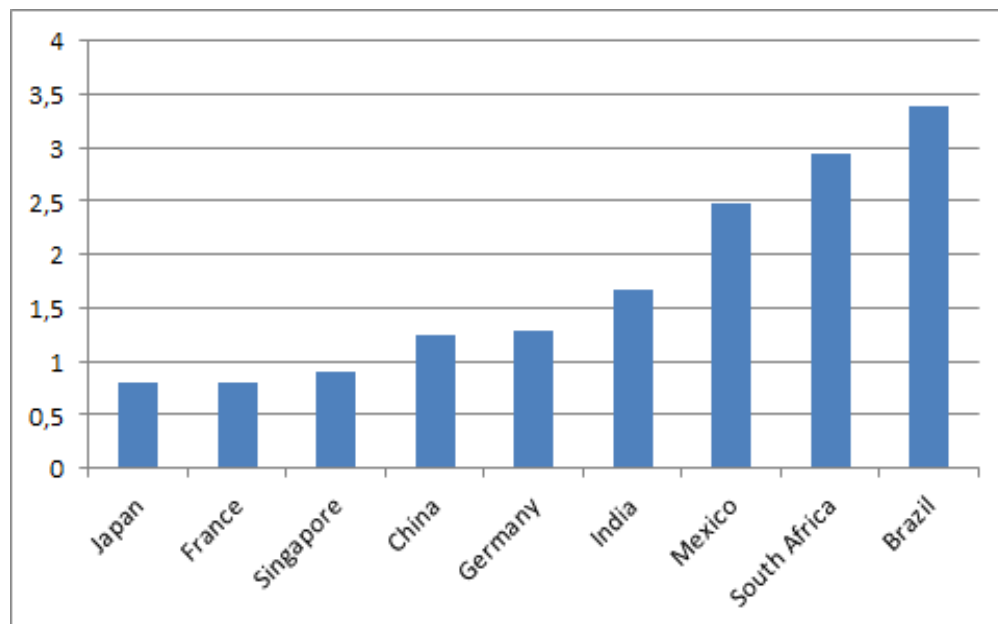
No mercado de ações brasileiro os custos de transação representam quase o dobro dos países desenvolvidos, como é visível na figura 04, de acordo com estudo da Standard and Poor's (2010), que comparou os custos transacionais entre mercados desenvolvidos e emergentes.

Figura 04 – Custos de transação médios nos mercados de ações mundiais em 2009



Fonte: Standard and Poor's, Global stock markets factbook, 2010.

Figura 05 – Custos gerais bancários sobre o total de ativos administrados (%) em 2011.



Fonte: Global Financial Development Database - 2011, World Bank, 2011.

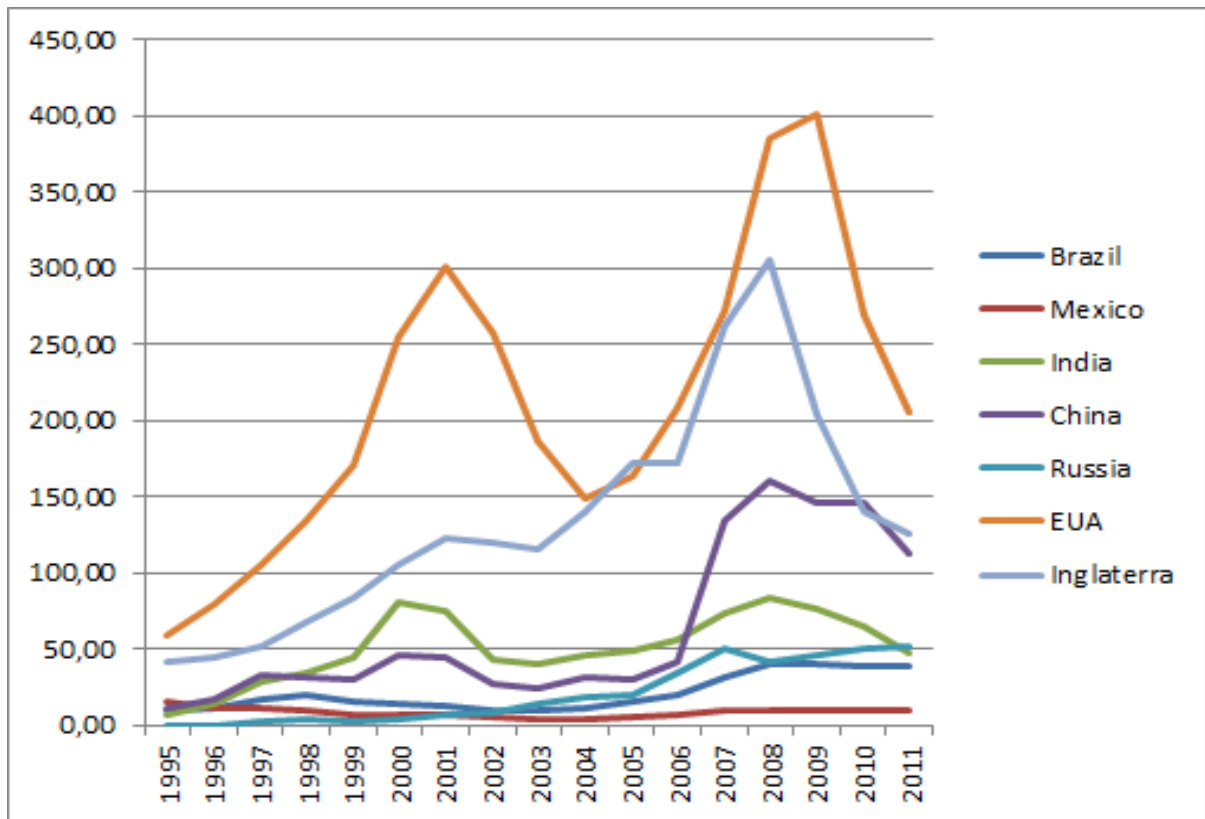
Além dos custos de transação, a eficiência do mercado de capitais depende de todas instituições que envolvem desde a capacitação dos profissionais até a existência de instituições financeiras não

bancárias que fornecem alternativas de investimentos principalmente às pessoas físicas. Essas instituições são responsáveis por realizar a administração de carteiras e recursos, venda de outras moedas e corretagem. As instituições financeiras não bancárias são relevantes porque representam uma forma de contato direto com os investidores minoritários, viabilizando a capacitação e operações no mercado de capitais com menores custos, devido a maior competitividade entre instituições desse tipo. Uma das principais vantagens de instituições desse tipo é o fato delas representarem diversas possibilidades de investimentos e de diversas outras instituições, diferentemente dos bancos, os quais representam produtos financeiros apenas da sua própria instituição ou quanto eles não competem com o seu segmento.

No Brasil, a presença de instituições financeiras não bancárias está em nível bastante inferior quando comparado aos outros países emergentes. Segundo o Global Financial Development Database, emitido pelo Banco Mundial (2011), o Brasil possui aproximadamente 18% do valor do produto interno bruto administrado por essas instituições, enquanto países como a África do Sul e o Estados Unidos possuem, respectivamente, 195% e 297% do valor do produto interno bruto administrados por instituições financeiras não bancárias.

Complementarmente, de acordo com o Global Financial Development Database (2011), o valor transacionado no mercado de capitais brasileiro em comparação ao produto interno bruto dos mesmos anos demonstra a menor relevância relativa do mercado de capitais entre os países do mesmo padrão, como pode ser verificado na figura 06.

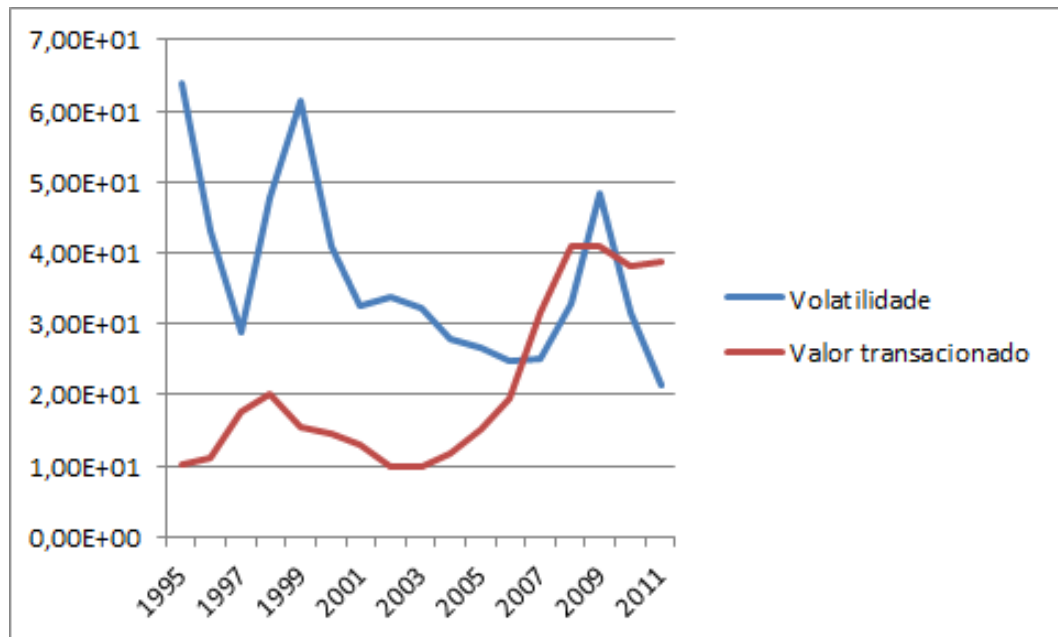
Figura 06 – Valor transacionado no mercado de capitais em relação ao Produto Interno Bruto.



Fonte: Global Financial Development Database - 2011, World Bank, 2011.

O avanço da participação das pessoas físicas no mercado de capitais está diretamente ligada a eficiência do mercado. Em situações de grandes distorções nos preços, alta volatilidade, falta de segurança nos contratos e gestão dos controladores e, principalmente, presença de assimetria de informação, os investidores minoritários não possuem incentivos para ingressar no mercado de capitais. Fatores como o distanciamento entre as decisões tomadas pelos gestores e a informação e participação dos investidores minoritários contribuem para a marginalização dessa classe no processo de desenvolvimento financeiro.

Figura 07 – Volatilidade no mercado de capitais x Valor transacionado no mercado de capitais.



Fonte: Global Financial Development Database - 2011, World Bank, 2011.

2.2. EVOLUÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO E A PARTICIPAÇÃO DAS PESSOAS FÍSICAS

A partir de programas governamentais que buscavam o crescimento econômico nacional, como o Plano de Metas de 1956, o Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG) de 1964 e o II Plano Nacional de Desenvolvimento (PND) de 1975, foi observada a maior necessidade de financiamento através da busca pelo aumento da capacidade produtiva nacional, proporcionando o desenvolvimento do mercado de capitais, o que envolveu principalmente a regulamentação jurídica (EIZIRIK, 2011).

De acordo com o Portal do Investidor (CVM), antes da década de 60, os brasileiros tinham como hábito o investimento principalmente em imóveis, devido em grande parte à inflação crescente e à legislação que limitava a taxa de juros máxima em 12% ao ano, através da Lei da Usura.

Durante a década de 60 existiram diversas reformas e inclusões de leis que tangiam a estrutura do mercado financeiro nacional. A reforma do sistema financeiro e consequentemente a estruturação

da base para o mercado de capitais teve grande evolução a partir da promulgação da Lei nº 4.595 de 31 de dezembro de 1964, conhecida como Reforma Bancária. A partir dessa lei, foi criado o Banco Central do Brasil, concentrando as funções que antes eram dispersas entre a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), o Banco do Brasil, o Ministério da Fazenda e outros órgãos (FRANCO, 2013).

Complementarmente, a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, conhecida como Lei do Mercado de Capitais, teve como objetivo o reconhecimento da comercialização dos produtos financeiros existentes e criação da Comissão de Valores Mobiliários, que a partir dessa data passou a regulamentar a comercialização dos valores mobiliários, que segundo a própria instituição: “são valores mobiliários, quando ofertados publicamente, quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”. Foram atribuídas à CVM as principais funções de registro de companhias abertas, registros de distribuição de valores mobiliários, organização e funcionamento das bolsas de valores, entre outros.

De acordo com o Art. 4 da Lei 6.385:

O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;

II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;

III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;

IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:

a) emissões irregulares de valores mobiliários;

b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.

V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;

VI - assegurar o acesso do público às informações sobre os valores mobiliários negociados e às companhias que os tenham emitido;

VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;

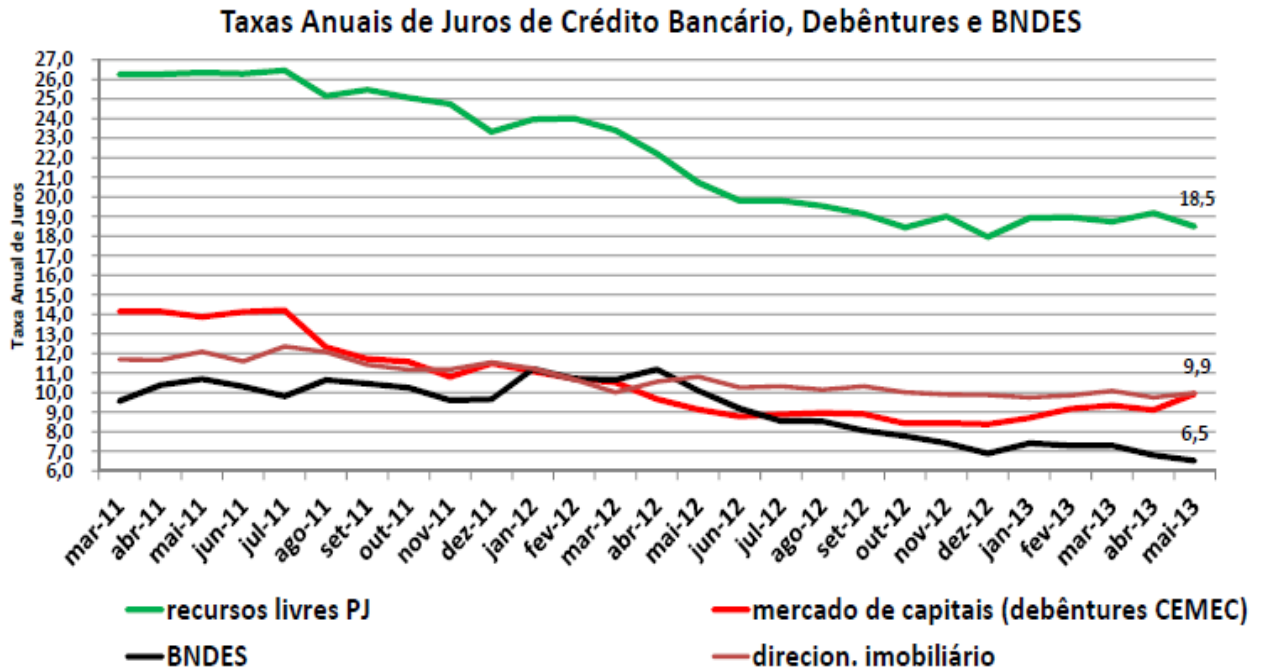
VIII - assegurar a observância no mercado das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 1976).

A reforma jurídica contribuiu veementemente para o crescimento do mercado de capitais, assegurando aos acionistas minoritários e pessoas físicas direitos relativos a distribuição das informações financeiras, diminuindo a assimetria de informação e regulamentando as obrigações dos controladores (PRADO, 2005).

Contudo, apesar da reforma jurídica, fatores econômicos internos contribuíram negativamente para o desenvolvimento de um sistema financeiro competitivo. No Brasil, o florescimento dos financiamentos subsidiados pelo BNDES representou um dos principais empecilhos para o amadurecimento do mercado de capitais nacional, pois se caracterizava como uma concorrência desproporcional, levando em conta que bancos de desenvolvimento regionais não praticam taxas de juros compatíveis com o mercado. Segundo Gustavo Loyola (2010), o BNDES tem a função de atuar no mercado de crédito e financiamento nos espaços nos quais o mercado de capitais não possui eficiência para atuar, diferentemente do que ocorre na realidade.

De acordo com a figura 08, podemos observar as diferenças entre as taxas de juros médias concedidas do crédito concedido pelo BNDES, por recursos livres (empréstimos bancários) e através da emissão de debêntures no mercado de capitais durante os anos de 2011, 2012 e 2013. É possível verificar a capacidade do mercado de capitais de promover crédito com taxas bastante inferiores aos recursos bancários, porém acima dos recursos subsidiados concedidos pelo BNDES.

Figura 08 - Taxas anuais de juros de crédito bancário, debêntures e BNDES.



Fonte: Centro de Estudos do IBMEC. Agosto, 2013.

Através das tabelas 01 e 02 podemos verificar as fontes de financiamento de 292 companhias de capital aberto não financeiras. É possível identificar que o financiamento através do BNDES está presente em maior volume para as empresas que possuem o maior nível de faturamento. Por outro lado, as companhias com menor faturamento possuem menor acesso para o mercado de capitais e têm como principal forma de financiamento o crédito através de bancos comerciais. Com isso, as empresas de pequeno e médio faturamento se limitam para fontes de financiamento de alto custo, traduzindo-se na grande dificuldade em obter vantagens comparativas frente ao mercado nacional e principalmente ao mercado externo.

Tabela 01 - Fontes de financiamento de 292 companhias abertas não financeiras em 2012.

Fontes de Financiamento	Volume	%	Número de empresas	% de Utilização
Bancos recursos livres	129.153.182,00	22,3%	217	74,3%
BNDES	94.557.757,00	16,2%	160	54,8%
Mercado de capitais	160.910.728,00	27,6%	156	53,4%
Linhas especiais	148.060.191,00	25,4%	136	46,6%
Fontes atreladas a moeda estrangeira	42.115.994,00	7,2%	128	43,8%
Bancos recursos direcionados	7.593.168,00	1,3%	22	7,5%
Número de empresas de capital aberto	582.391.020,00	100,0%	292	

Fonte: Centro de Estudos do IBMEC. Agosto, 2013.

A união de políticas econômicas contrárias ao desenvolvimento do mercado, a exemplo da taxaço, hoje extinta, da CPMF sobre o mercado de ações e as altas taxas de juros tornavam o mercado de capitais inviável. Adicionalmente, o cenário internacional volátil devido às seguidas crises: a Asiática de 1997, a Russa de 1998, a cambial Brasileira de 1999, a Turca de 2001, a Argentina de 2002 e por fim, a crise econômica de 2008, contribuíram negativamente para a participação dos investidores individuais, que a partir do cenário exposto optavam por reter títulos governamentais de renda fixa, que chegou possibilitar no período taxas de juros anuais de até 45,67% (Banco Central do Brasil).

Tabela 02 – Fontes de financiamento por porte das companhias de capital aberto em 2012.

Fontes de Financiamento	Pequena (faturamento < 90 milhões de reais)	Média (faturamento entre 90 e 300 milhões de reais)	Grande (faturamento > 300 milhões de reais)
Fontes externas	15,6%	37,9%	61,2%
Bancos recursos livres	71,9%	86,2%	86,2%
Bancos recursos direcionados	0,0%	3,4%	7,7%
Mercado de capitais	28,1%	41,4%	68,9%
Linhas especiais	28,1%	44,8%	54,1%
BNDES	25,0%	62,1%	68,4%
Derivativos	0,0%	0,0%	1,5%
Número de companhias com exigível financeiro	32	29	196
Número de companhias	44	37	211

Fonte: Centro de Estudos do IBMEC. Agosto, 2013.

Tabela 03 – Custo de negociação Bovespa em 2000.

		Custo máximo	Custo mínimo
Lote: 1.000.000 (um milhão) de recibos RCTB41			
Preço médio de 1.000.000 ações: R\$ 157.100,00			
Emolumentos da Bovespa: 0,035% x R\$ 157.100,00 = R\$ 54,99			
Emolumentos da Bovespa: 0,025% x R\$ 157.100,00 = R\$ 39,28			
Média dos Emolumentos: 0,030% x R\$ 157.100,00	(2)	R\$ 47,13	R\$ 47,13
Comissão de corretagem de 0,10% x R\$ 157.100,00	(3)	R\$ 157,10	
Comissão de corretagem de 0,05% x R\$ 157.100,00	(4)		R\$ 78,55
Subtotal (2 + 3 ou 2 + 4)	(5)	R\$ 204,23	R\$ 125,68
Percentual com relação à NYSE		+28,93%	-20,66%
CPMF (só na compra): 0,38% x R\$ 157.100,00	(6)	R\$ 596,98	R\$ 596,98
Total de custos (5 + 6)		R\$ 801,21	R\$ 722,66
Percentual com relação a NYSE		+405,81%	+356,22%

Fonte: CVM/Bovespa (2000).

Em contramão ao cenário negativo, durante os anos 2000, diversas mudanças promovidas principalmente pela BM&F Bovespa, pela Comissão de Valores Mobiliários e pelo Banco Central, incentivaram a maior capacitação das empresas captadoras de recursos e profissionalização do público envolvido, com o intuito de aproximar a classe de investidores individuais em busca do aumento da descentralização financeira do mercado de capitais nacional.

A possibilidade de utilização do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) a partir de 2000 para compra de ações da Petrobras e posteriormente ações da Vale do Rio Doce e do Banco do Brasil contribuiu para inserção da classe trabalhadora no mercado de capitais. Através da alienação de ações da Petrobras realizada pelo governo brasileiro em agosto de 2000, 1,6 bilhões de reais referentes ao FGTS foram utilizados para compra de ações, representando 25,9% do valor total arrecadado pelo Governo nessa operação (NAJBERG, 2001).

A operação significou a inclusão de milhares de trabalhadores que antes não possuíam acesso direto ao mercado de capitais, tendo sido movimentadas 312.194 contas do fundo de garantia, das quais 38,4% foram responsáveis individualmente por investimentos de até 2 mil reais, fugindo do perfil de investimentos na Bovespa até o referido momento (NAJBERG, 2001).

Em conjunto com a maior capacitação do mercado de capitais, foram desenvolvidos índices de segmentação de empresas com o intuito de sinalizar para os investidores as empresas que possuem melhores níveis de confiança e informação. A segmentação das empresas listadas na BM&F BOVESPA de acordo com os critérios de Governança Corporativa teve como objetivo geral promover melhorias em relação às informações emitidas para o mercado. Para isso, a BM&F Bovespa estabeleceu três níveis diferentes de segmentação: Nível 1, nível 2 e Novo Mercado (FORTUNA, 2010).

O nível chamado de Novo Mercado, segundo Fortuna (2010, p. 750) se caracteriza como o ponto máximo para uma empresa de acordo com os princípios da Governança Corporativa. Esse nível determina que as empresas emitam apenas ações ordinárias, que oferecem direito a voto, a extensão para todos acionistas das mesmas condições obtidas pelos acionistas controladores, a utilização de mecanismos de oferta pública de ações que permitam a pulverização de seu capital, entre outras medidas. Em síntese, o nível de Novo Mercado busca igualar os acionistas e descentralizar o poder dos controladores dentro de uma empresa de capital aberto.

Tabela 04 – Listagem de empresas emissoras por “tipo”.

BOLSA / STOCK EXCHANGE	mai/14
Tradicional / Traditional market	251
Níveis de Governança / Special Listing Segments	196
Novo Mercado	134
Nível 2	22
Nível 1	31
Bovespa Mais	9
BDRs Patrocinados	12
Empresas / Companies	459
BDRs Não-patrocinados	70
Fundos	118
Emissores de Bolsa / Stock Exchange issuers	647

Fonte: BM&F Bovespa. Acesso em Junho/2014.

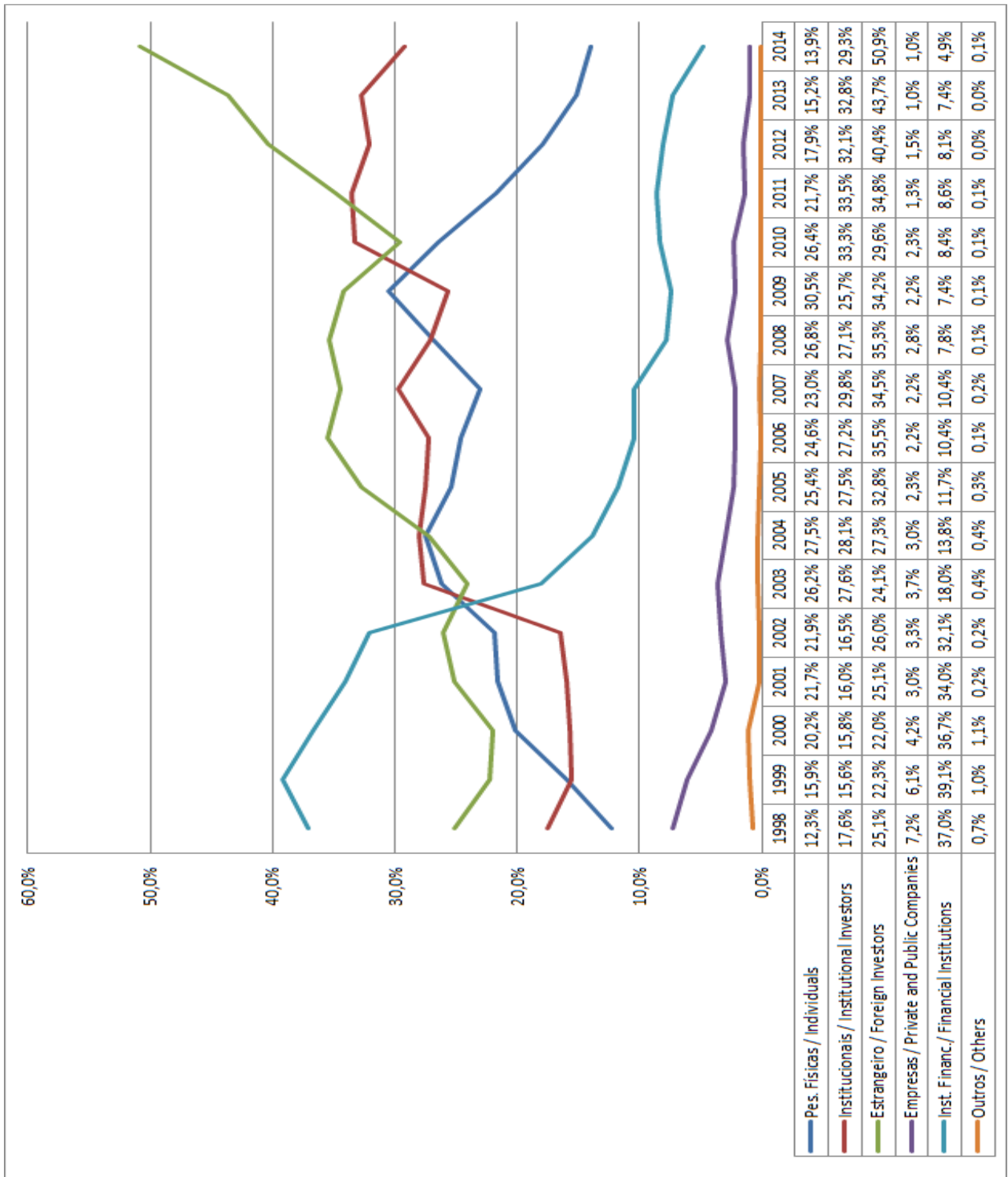
A classificação e identificação das empresas com maior nível de transparência de informação para o público busca diminuir os custos de transação para o investidor, principalmente investidores minoritários, os quais possuem custos de transação comparativamente maior ao das instituições. Consideramos como um dos custos de transação o tempo despendido pelos investidores em busca de ações e títulos de empresas com um alto grau de transparência. Com isso, a implantação de classificações tem como objetivo diminuir o tempo de pesquisa e os gastos para compra de informação em mercados não eficientes. De acordo com Akerlof (1970, p. 490), as instituições de classificações e “selos”, como é o caso da Governança Corporativa, tende a diminuir as falhas de mercado geradas pela assimetria de informação, facilitando a pesquisa e transparência das informações.

Além disso, em 2002, iniciou-se um movimento denominado “Ação Cívica pelo desenvolvimento do Mercado de Capitais”. Liderado pela BOVESPA e com a participação de 45 entidades, o movimento traçou um plano diretor do mercado de capitais com o intuito de delinear um projeto de crescimento e sofisticação do mercado de capitais. De acordo com o “Plano Diretor do Mercado de Capitais” (2002, p.2), foram traçados como pontos principais a abertura financeira e comercial do Brasil, a privatização dos meios de financiamento das empresas, ou seja, diminuição da participação do Governo na concessão de empréstimos e subsídios, a reformulação do sistema de

tributação, com intuito de tornar os impostos com dedução na fonte, além da capacitação das empresas para galgarem a possibilidade de financiamento através do mercado de capitais.

De acordo com a figura 09, é possível perceber um processo de crescimento da participação das pessoas físicas durante o período de 1994 a 2009, refletindo os incentivos mencionados acima. Porém a partir de 2009 até 2014, o nível da participação dos investidores individuais retornou ao mesmo patamar alcançado em 1999, representando um enorme retrocesso no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Durante o período de 2001 a 2004, também podemos detectar uma alteração na tendência da participação dos tipos de investidores. A presença dos investidores estrangeiros e institucionais passou a ter mais expressividade, atingindo em conjunto cerca de 80% da movimentação financeira total.

Figura 09 – Participação no volume financeiro da BOVESPA por classe de investidor.

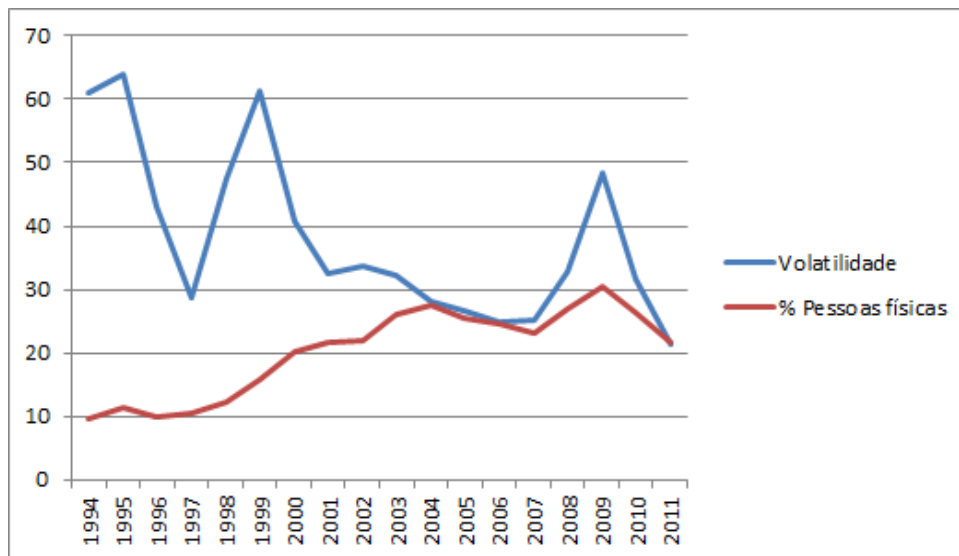


Fonte: Relação com o investidor – BM&F Bovespa.

Um dos motivos para afastamento das pessoas físicas pode ser, inicialmente, explicado pela crise econômica iniciada em 2008, que contribuiu para o aumento da volatilidade do mercado de capitais mundial, principalmente nos países emergentes, tornando o cenário econômico imprevisível para os investidores minoritários. No gráfico 04 podemos perceber a correlação inversa entre a participação das pessoas físicas e a volatilidade do mercado de capitais. A existência de alta volatilidade faz com que os investidores minoritários sejam a primeira classe a trocar investimentos de renda variável por renda fixa, devido principalmente pela limitada capacidade de mensuração dos riscos em períodos instáveis. Entretanto, também existe uma relação inversa, a qual a volatilidade de mercado ocorre devido a baixa participação de agentes econômicos (DOCKING e KOCH, 2005).

Além da alta concentração financeira por parte dos investidores, a bolsa de valores brasileira possui um dos maiores níveis de concentração na captação pelas empresas listadas. A partir de um estudo da Federação Internacional das Bolsas de Valores, tabela 05, foi identificado que a Bovespa possui, desde a década de 90, um dos maiores Índices da FIBV de concentração das bolsas mundiais. O índice é calculado a partir da movimentação financeira de 5% das maiores empresas listadas, dividido pelo volume financeiro total da bolsa, buscando identificar se o mercado acionário de determinado país possui concentração financeira em poucas empresas.

Figura 10 – Volatilidade do mercado de capitais brasileiro x % Pessoas físicas.



Fonte: Global Financial Development Database.

Tabela 05 – Concentração do Mercado – Bolsas de valores mundiais.

Concentração do Mercado – Valor Transacionado (%) - Índice FIBV *

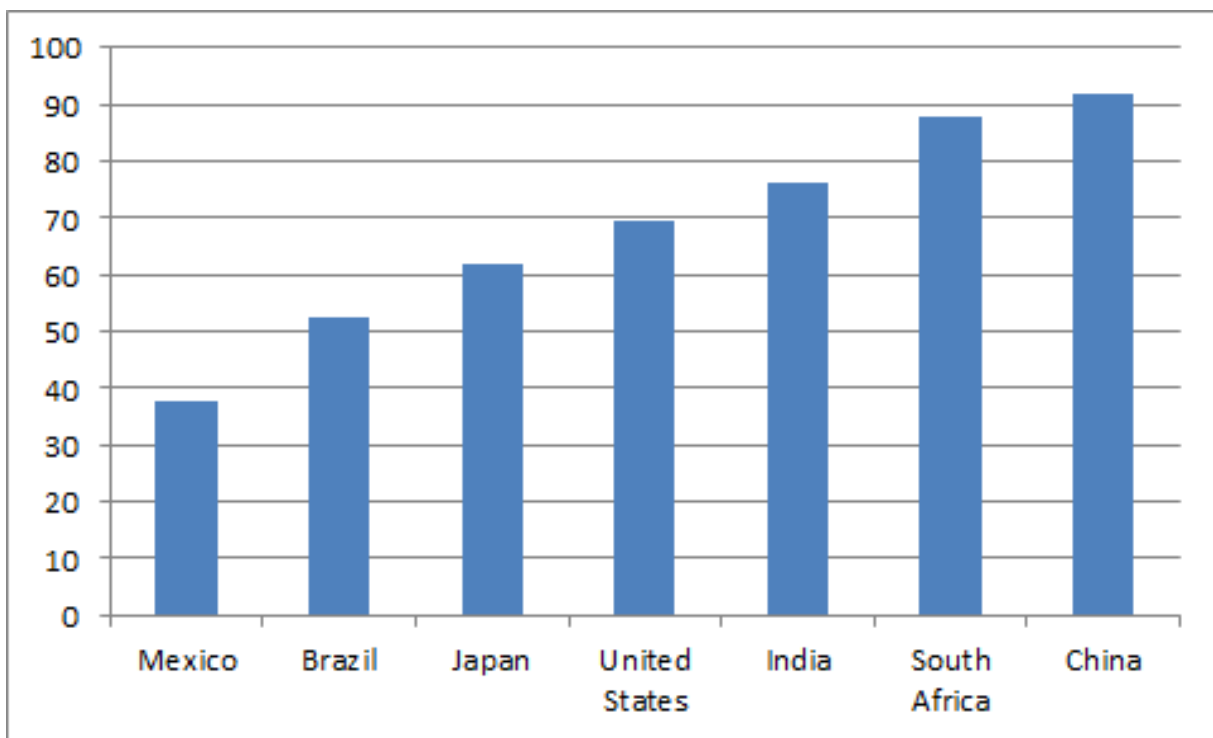
Bolsa	1991-1993 (média)		1996-1998 (média)	
	concentração	rank	concentração	rank
Bolsa Alemã	84,5	1	85,8	1
Madri	66,8	6	85,1	2
Austrália	80,5	3	79,5	3
Buenos Aires	50,2	16	78,1	4
Nasdaq	59,1	9	76,9	5
São Paulo	83,4	2	75,7	6
Lima			75,2	7
Nova Zelândia	68,1	4	71,3	8
Paris	67,7	5	70,4	9
Copenhague	50,3	15	66,7	10
Londres	37,8	25	66,3	11
Itália	56,2	10	65,3	12
Suíça			64,9	13
Amsterdã	51,3	13	64,2	14
Hong Kong	51,7	12	63,8	15
Estocolmo	51,3	14	63,6	16
Santiago	61,5	8	63,2	17
Telavive	38,3	24	63,1	18
Lisboa			60,5	19
México	37,6	26	56,7	20
Irlanda			55,6	21
Joanesburgo			53	22
Liubliana			52,7	23
Toronto	61,6	7	51,7	24
NYSE			50,4	25
Jacarta			49,5	26
Tóquio	41,6	20	49,3	27
Bruxelas	41,2	21	48,1	28
Luxemburgo	23	27	48,1	29
Viena	44,5	19	47,7	30
Atenas			47,4	31
Tailândia	48	18	45,3	32
Helsinque	55,1	11	44	33
Oslo	48,8	17	42,2	34
Kuala Lumpur	20,4	29	38	35
Filipinas			37,6	36
Istambul	39,9	22	37,2	37
Coréia	39,8	23	34,9	38
Singapura	10	30	33,5	39
Taiwan	22,7	28	33,3	40
Varsóvia		41	22,9	41

* Volume de transação das 5% maiores empresas dividido pelo volume total de negociações.

Fonte: FIBV (2013).

Em comparação aos países emergentes, a partir do Índice do Banco Mundial que relaciona o valor transacionado no mercado de capitais excluindo as 10 maiores empresas sobre o total da movimentação, dividido pelo volume financeiro total, podemos evidenciar a baixa descentralização do mercado de capitais brasileiro. Na figura 11 é possível observar que aproximadamente 50% da movimentação financeira do mercado de ações brasileiro em 2011 ocorreu entre as 10 maiores empresas listadas, ficando apenas na frente do México na comparação estabelecida.

Figura 11 – Valor transacionado (%) no mercado acionário excluindo as 10 maiores empresas versus o total movimentado em 2011.

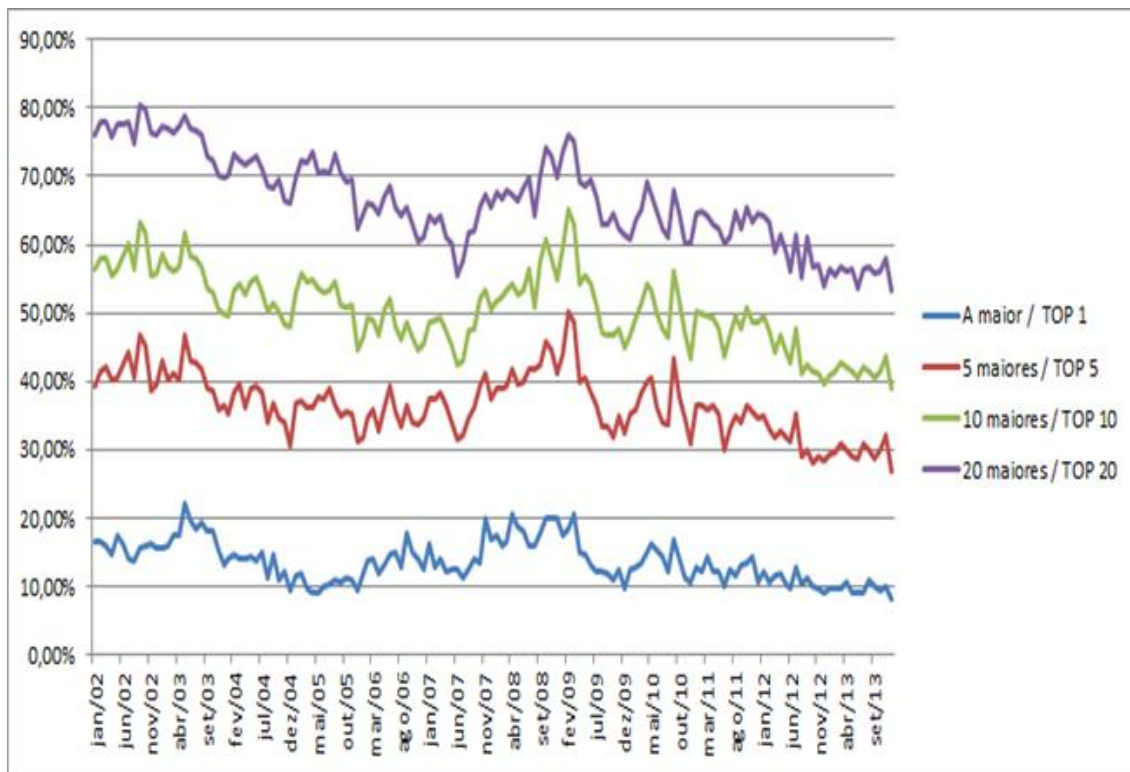


Fonte: Global Financial Development Database, elaboração própria.

A figura 12 apresenta a evolução da concentração da movimentação financeira por empresas listadas na BOVESPA. Em proporção inversa ao aumento da concentração financeira pelas empresas, a participação dos investidores individuais sofre diminuição.

A situação de concentração é preocupante porque, de acordo com a correlação entre a variação positiva do índice Ibovespa com o aumento da participação das pessoas físicas, caso exista concentração da movimentação financeira por poucas empresas, como é o caso brasileiro em que as cinco maiores empresas listadas na BOVESPA em 2013 detiveram 30% da movimentação, uma variação negativa da bolsa afugentará primeiramente os investidores individuais. O cenário se torna ainda mais negativo caso as maiores empresas listadas sejam de setores correlacionados, o que colabora para ampliar o efeito positivo ou negativo da bolsa de valores, tornando-se mais volátil e consequentemente menos eficiente.

Figura 12 – Concentração de mercado das empresas listadas na BOVESPA.



Fonte: Relação com o investidor – BM&F Bovespa.

Além da concentração da movimentação financeira no mercado acionário, a baixa quantidade de empresas listadas colabora para a concentração. No estudo do Banco Mundial sobre desenvolvimento financeiro global até 2011, o Brasil está na 107ª posição no índice de

empresas listadas em relação a um milhão de habitantes. Em comparação a Índia, o Brasil possui menos que a metade das empresas listadas, tendo aproximadamente 44% do número indiano. Em relação aos Estados Unidos, o Brasil possui sete vezes menos empresas listadas e quando comparado a Singapura, que é o oitavo país com mais empresas listadas a cada grupo de um milhão de habitantes, possuímos apenas 2% (Global Financial Development Database - 2011, World Bank, 2011).

Portando, a partir da conjuntura exposta, é possível estabelecer a análise do mercado de capitais brasileiro como um sistema em desenvolvimento, porém que ainda possui atrasos significantes e que implicam na ineficiência para a geração de recursos para setores produtivos. A alta volatilidade, a contração de recursos das empresas como captadoras e dos participantes do mercado, são características de países emergentes, porém são ainda mais presentes no nosso mercado capitais nacional.

De acordo com a análise estabelecida em estudo da Tendências Consultoria em parceria com a Bovespa (2000),

Uma das principais características do mercado acionário brasileiro é a baixa liquidez. Trata-se de um mercado que gira em média entre R\$ 400 e R\$ 500 milhões por dia. É uma escala muito pequena comparada ao giro médio diário de US\$ 60 bilhões nos Estados Unidos. Obviamente, os mercados brasileiros não têm possibilidade de alcançar volumes comparáveis aos das principais economias do mundo. Porém, têm um imenso potencial de desenvolvimento. Além disso, a realização desse potencial é fundamental para que ocorra o desenvolvimento dos mecanismos de poupança de longo prazo e direcionamento desta para investimentos produtivos na economia. E, por sua vez, a existência desses mecanismos é fundamental para que ocorra o desenvolvimento. Sem poupança não há recursos para investir, sem investimento não existe crescimento e sem crescimento não há emprego, moradia, saúde, educação e tudo o mais que o acompanha (BM&F Bovespa, 2000).

Segundo a Bovespa, o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e avanço da participação dos investidores minoritários dependem principalmente das mudanças pontuais listadas abaixo.

i) Transparência:

É necessário que todos participantes tenham conhecimento de todas regras e condições do mercado. As condições do mercado incluem a política econômica adotada pelo governo, a previsão e transparência dos subsídios e incentivos concedidos, além da independência de instituições como o Banco Central e órgãos reguladores.

De acordo com a BM&F Bovespa (2000, p.33), o requisito da transparência muitas vezes não é plenamente atendido no mercado de capitais brasileiro. Enquanto houve inflação elevada, era praticamente impossível obter-se dados confiáveis e transparentes sobre as empresas. Os balanços refletiam pouco o resultado da empresa e seu entendimento dependia de uma análise complexa, envolvendo deflações e comparações com critérios muitas vezes variáveis.

ii) Proteção ao acionista minoritário:

De acordo com a Bovespa (2000, p.34), as alterações na Lei das Sociedades Anônimas em 1997 tiveram como objetivo facilitar os procedimentos para as privatizações. Porém, para isso as alterações na Lei concederam maior poder para os acionistas controladores em detrimento dos acionistas minoritários. Essas alterações contribuíram para a diminuição da transparência no mercado de capitais brasileiro, assim como a diminuição da participação dos investidores minoritários, devido ao aumento do risco.

Os acionistas minoritários tiveram aumentado o risco de suas operações em bolsa no país. O valor de seu investimento passou a depender não apenas da performance da empresa e do mercado em que opera – que podem ser objetivamente avaliados – mas também de decisões do sócio controlador que, apesar de corretas do ponto de vista legal, podem obedecer a critérios totalmente arbitrários e independentes da situação da empresa. Muitas vezes, esse poder conhecido ao controlador resulta em abusos potencialmente causadores de graves prejuízos aos minoritários. Além do risco do negócio em si, a participação passa a incluir um risco societário de difícil avaliação (Bovespa, 2000, p.34).

iii) Diminuição das taxas de juros para financiamento do déficit público:

O termo crowding out identifica na literatura econômica o processo em que a dívida pública toma o espaço no mercado das dívidas e papéis do setor privado. O governo, para colocar sua dívida no mercado, é obrigado a elevar os juros e os investidores passam a preferir esses papéis em detrimento dos títulos privados. O desincentivo ao mercado de capitais é óbvio. Essa questão indica que para o governo, pode existir uma contradição no curto prazo em incentivar o desenvolvimento do mercado de capitais: tal fato poderia reduzir o mercado cativo atualmente existente para o financiamento da dívida pública. O pequeno poupador teria opções mais atraentes que comprar títulos públicos, o que pode fazer com que o custo de financiamento da dívida pública aumente (Bovespa, 2000, p.38).

iv) Segurança jurídica e diminuição do risco de quebra de contratos:

De acordo com a Bovespa (2000), para a eficiência do mercado de capitais é necessário que o investidor possua confiança no ambiente jurídico e na validade dos contratos. O processo de estabilização da inflação através dos planos econômicos envolveram diversas ferramentas que diminuíram a credibilidade do ambiente de negociação brasileiro, como por exemplo o congelamento de preços, as frequentes alterações nas metodologias para cálculo de índices econômicos e o confisco de poupanças e depósitos.

3 CONCLUSÃO

A participação das pessoas física no mercado de capitais entrou em declínio a partir de 2009, principalmente em razão dos efeitos da crise de 2008, que se traduziu no aumento da volatilidade no mercado de capitais mundial. Atualmente, a participação dos investidores minoritários atingiu o menor nível desde 1998, devido a, principalmente, o aumento da volatilidade no mercado de capitais brasileiros, que gerou não só a queda da participação dos investidores individuais como também a estagnação da porcentagem do valor transacionado no mercado de capitais em relação ao Produto Interno Bruto a partir de 2008.

Evidenciamos que os principais fatores explicativos para o avanço do mercado de capitais são principalmente: simetria de informação, um conjunto de instituições jurídicas eficientes para garantir a funcionalidade dos contratos, diminuição dos custos de transação e proteção aos acionistas minoritários. Além disso, verificamos o impacto negativo de políticas governamentais de subsídios na concessão de empréstimos realizadas por tempo indeterminado ou de forma permanente.

Durante a análise observamos que atualmente no Brasil o BNDES se tornou um dos principais concorrentes do mercado de capitais, tendo em vista a grande participação nos financiamentos de empresas que possuem capacidade de acionar o mercado para se capitalizar. Por outro lado, verificamos que a faixa de empresa que menos tem acesso aos financiamentos subsidiados são as que mais precisam, localizadas na faixa de “pequeno faturamento”.

Em contraponto com teoria de Thierry Foucault (2011), a qual afirma que os investidores individuais contribuem para a ampliação da volatilidade e “ruídos” nos preços do mercado de capitais, analisamos que esses fatores são gerados pela assimetria de informação, a qual torna o investidor minoritário distante do processo de decisão e sem comunicação com informações relevantes das empresas. Nesses casos, as pessoas físicas têm conhecimento dos fatos com um atraso significativo quando comparado aos controladores e investidores significativos.

Como medidas para aumentar a participação das pessoas físicas no mercado de capitais, verificamos que a instituição dos níveis de Governança Corporativa foram significativos para o amadurecimento do mercado brasileiro. De acordo com os critérios estabelecidos para atingir o nível mais alto de Governança Corporativa, o nível 1, a empresa precisa criar um ambiente de comunicação e informação eficiente, tornar público as informações financeiras e as decisões dos controladores, fazendo com que os investidores possuam visibilidade e confiança na gestão empresarial e no plano de negócio da companhia de capital aberto.

Portanto, a elevação da participação de investidores minoritários evidencia um processo de desenvolvimento financeiro, o qual envolve o desenvolvimento das empresas e da economia, principalmente através do aumento da poupança e da capacidade produtiva.

REFERÊNCIAS

ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado financeiro: aspectos históricos**; LIMA, . São Paulo: Atlas, 2007.

ARMSTRONG, C. ; BALAKRISHNAN, K. Corporate Governance and the Information Environment: evidence from State Antitakeover Laws. **Journal of Accounting and Economics** 2010, p. 03.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Sistema financeiro nacional. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SFN>>. Acesso em: 30 de jul. de 2013; 01 de ago. de 2013.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Histórico das taxas de juros. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOMJUROS>>. Acesso em: 30 de jul. de 2013; 01 de ago. de 2013.

BERLE, A.; MEANS, G. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. São Paulo: Abril Cultural, 1984.

BM&F BOVESPA. O mercado de capitais: Sua importância para o Desenvolvimento e os Entraves com que se Defronta no Brasil. **Estudos para o desenvolvimento do mercado de capitais**. 2000.

BM&F BOVESPA. **Plano Diretor do Mercado de Capitais**. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/PlanoDiretor_Original.pdf. Acesso em: 01 de ago. de 2013.

BM&F BOVESPA. **Relação com os investidores**. Disponível em: <<http://ri.bmfbovespa.com.br/>>. Acesso em: 01 de ago. de 2013.

BM&F BOVESPA: **Introdução ao mercado de capitais**, Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/merccap.pdf>>. Acesso em: 02 de Agosto de 2014.

BODIE, Z; KANE, A.; MARCUS, A. J.. **Investimentos**, v. 8, São Paulo: Pearson, 2010.

EIZIRIK, Nelson; PARENTE, FIZIRIK. **Mercado de capitais: regime jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FAMA, Eugene. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **Journal of Finance**, v. 25, n. 2, 1970.

FEDERAÇÃO INTERNACIONAL DAS BOLSAS DE VALORES (FIBV). Disponível em: <<http://fibv.com>>. Acesso em: 01 de ago. de 2013.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviio**, v. 18. São Paulo: 2011, p. 469 e 750.

FOUCAULT, T. ; SRAER, D. ; THESMAR, D.. Individual investors and volatility. **The Journal Of Finance** , n.. 4., 2011.

FRANCO, Gustavo. **Origem e desenho institucional do banco central**. Rio de Janeiro: [S. n.], 2013, p. 10 a 15.

HARGIS, Kent. International cross-listing and stock market development in emerging economies. **International Review of Economics and Finance**, 2000 p. 101–122.

LOYOLA, Gustavo. BNDES atrapalha avanço do crédito. **Valor Econômico**. São Paulo, 19 jul. 2010.

NAJBERG, Scheila. Democratização do Mercado Acionário: A utilização de recursos do FGTS na compra de ações da Petrobras. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 8, p. 3-20. jun./2001.

PRADO, Viviane. Grupos Societários: Análise Do Modelo Da Lei 6.404/1976. **Revista Direito FGV**, 2005.

PORTAL DO INVESTIDOR. **HISTÓRIA DO MERCADO DE CAPITAIS**. Disponível em:

<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html>. Acesso em : 10 de out. de 2014.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial. 25. ed.**. São Paulo: Saraiva, 2008. v. 2, p.10.

SOBREIRA, M. **Aplicação da teoria do prospecto nos bancos brasileiros**: agregando valor para a carteira de investimentos de um fundo de pensão. 2007, 69p. Tese (Mestrado em) – Faculdade de Economia e Finanças IBMEC. Rio de Janeiro, 2007.

STIGLITZ, J.E. Governo, Mercado financeiro e desenvolvimento econômico. **Revista Brasileira de Economia**, São Paulo, n..3, 1990.

WORLD BANK. **Global Financial Development Database**, Disponível em: <<http://data.worldbank.org/>>. Acesso em: 23 de jun. de 2014.