



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA  
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

**ALISSON THIAGO DA SILVA OLIVEIRA**

**A IMPORTÂNCIA DO MERCADO DE CAPITAIS: REFERÊNCIAS ÀS  
TEORIAS ECONÔMICAS E FINANCEIRAS**

**JOÃO PESSOA/ PB**

**2018**

**ALISSON THIAGO DA SILVA OLIVEIRA**

**A IMPORTÂNCIA DO MERCADO DE CAPITAIS: REFERÊNCIAS ÀS  
TEORIAS ECONÔMICAS E FINANCEIRAS**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao curso de Ciências Econômicas do Centro de Ciências Sociais Aplicadas (CCSA) da Universidade Federal da Paraíba (UFPB), como requisito para a obtenção do grau de Bacharel em Economia.

Orientador(a): Prof.<sup>o</sup> *Dr.* Laércio Damiane  
Cerqueira da Silva.

**JOÃO PESSOA/PB**

**2018**

**Catálogo na publicação**  
**Seção de Catalogação e Classificação**

O48i Oliveira, Alisson Thiago da Silva.  
A IMPORTÂNCIA DO MERCADO DE CAPITAIS: REFERÊNCIAS ÀS  
TEORIAS ECONÔMICAS E FINANCEIRAS / Alisson Thiago da  
Silva Oliveira. - João Pessoa, 2018.  
66 f.

Orientação: Laércio da Silva.  
Monografia (Graduação) - UFPB/CCSA.

1. Eficiência; Investimento; Mercado de Capitais. I. da  
Silva, Laércio. II. Título.

UFPB/BC

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA  
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

AValiação DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Comunicamos à Coordenação do Curso de Graduação em Ciências Econômicas (Bacharelado) que o trabalho de conclusão de curso (TCC) do aluno **Alisson Thiago da Silva Oliveira**, matrícula **11013413**, intitulada "**A Importância do Mercado de Capitais: Referências às Teorias Econômicas e Financeiras**", foi submetido à apreciação da comissão examinadora, composta pelos professores: Prof. *Dr.* Laércio Damiane Cerqueira da Silva (orientador), Profª. Dra. Patrícia Araújo Amarante (examinadora interna) e Profª. *Me.* Fernanda Braga Tavares (examinadora interna) no dia 08/04/18, às 15:30 horas, no período letivo 2017.2.

O TCC foi Aprovado pela Comissão Examinadora e obteve nota (9,0 CINQUE).

Reformulações sugeridas: Sim ( ) Não (X)

Atenciosamente,

Laércio Damiane Cerqueira da Silva  
Prof. *Dr.* Laércio Damiane Cerqueira da Silva  
Departamento de Economia – UFPB

Patrícia A. Amarante  
Profª. *Dra.* Patrícia Araújo Amarante  
Departamento de Economia – UFPB

Fernanda Braga Tavares  
Profª. *Me.* Fernanda Braga Tavares  
Departamento de Economia – UFPB

Ciente,

Alisson Thiago da Silva Oliveira  
Alisson Thiago da Silva Oliveira  
Aluno

*Dedico esse trabalho primeiramente a Deus, por ser essencial em minha vida, a minha mãe, meus irmãos e minha esposa que, sempre me apoiaram.*

*“Mesmo que a vida pareça difícil, há sempre algo que você pode fazer para ter sucesso nela”.*

*(Stephen Hawking)*

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente a Deus, por me abençoar, me iluminar e me dar sabedoria.

A minha mãe Midiã, que sempre acreditou em mim, me ensinou o caminho certo, aos meus irmãos Toni e Kissia que sempre me deram apoio e me incentivaram para terminar a graduação.

Também agradeço a minha esposa Niedja, que sempre me incentivou, me deu apoio, que mais pegou no meu pé para que eu terminasse esse trabalho, sem ela, com certeza eu não estaria terminando essa graduação.

Ao professor Laércio Cerqueira, que tive como professor na graduação e, que escolhi como orientador. Agradeço pela paciência, pelos ensinamentos, apoio e compreensão.

## RESUMO

Este estudo busca meditar e demonstrar a relevância do mercado de capitais para o desenvolvimento e ampliação econômica do país, de mesmo modo com relação ao desenvolvimento sustentável das companhias, e o aumento do patrimônio da pessoa física, como uma opção de investimento e também de financiamento. Foram ponderadas de mesma maneira as barreiras com relação a um maior crescimento deste mercado e críticas relacionadas a ele. Esta análise é norteada a partir de apreciações da teorias econômica e financeira, de considerações e de princípios basilares para a compreensão do funcionamento do mercado financeiro, até apreciações mais exclusivas e empíricas acerca da eficácia dos mercados e o mercado acionário, na conjuntura da realidade de nosso país.

**Palavras-chave:** Eficiência; Investimento; Mercado de Capitais.

## **ABSTRACT**

This paper attempts to analyze and highlight the importance of the capital market for growth and economic development of the country, sustainable business growth and growth of the assets of an individual, as an alternative investment and financing. We also examined the barriers to further growth of this market and relevant criticism about this. The study is guided from analyzes of economic and financial theories, concepts and fundamental principles for understanding the functioning of financial markets, even more specific, empirical analysis of the efficiency of markets and the stock market, in the context of Brazilian reality.

**Keywords:** Efficiency; Investment; Capital Market.

## LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

- BACEN** - Banco Central do Brasil.
- CDB** - Certificados de Depósitos Bancários.
- CDI** - Certificados de Depósitos Interfinanceiros.
- CMN** - Conselho Monetário Nacional.
- CNSP** - Conselho Nacional de Seguros Privados.
- CNPC** - Conselho Nacional de Previdência Complementar.
- CRC** - Central de Risco de Crédito.
- CVM** - Comissão de Valores Mobiliários.
- GEE** - Gases Efeito Estufa.
- HME** - Hipótese dos Mercados Eficientes.
- ICON** – Índice de consumo.
- ICON2** – Índice carbono eficiente.
- IDIV** – Índice dividendos.
- IEE** – Índice de energia elétrica.
- IFNC** – Índice financeiro.
- IFIX** – Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários.
- IGCT** – Índice governança corporativa trade.
- IGCNM** – Índice governança corporativa, Novo mercado.
- IGCX** – Índice de ações com nível de governança corporativa diferenciada.
- IMAT** – Índice materiais básicos.
- IN** - Índice de Negociabilidade.
- INDX** – Índice industrial.
- IMOB** – Índice imobiliário.
- ISE** - Índice de Sustentabilidade Empresarial.
- ISE** – Índice de sustentabilidade empresarial.
- ITAG** – Índice de ações com *tag along* diferenciado.
- IVBX 2** – Índice valor, 2ª linha.
- MLCX** – Índice *Midlarge Cap*.
- ONU** - Organização das Nações Unidas.
- PIB** – Produto Interno Bruto.
- PREVIC** - Superintendência Nacional de Previdência Complementar.
- PME** - Pequenas e Médias Empresas.

**SFN** - Sistema Financeiro Nacional.

**SMLL** – Índice *smallcap*.

**SPPC** - Secretaria de Políticas de Previdência Complementar.

**SUSEP** - Superintendência de Seguros Privados.

**UTIL** – Índice utilidade pública.

## SUMÁRIO

<b>1.</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>12</b>
<b>2.</b>	<b>TEORIA ECONÔMICA: CONCEITOS</b> .....	<b>14</b>
2.1.	POUPANÇA, INVESTIMENTO E CRESCIMENTO ECONÔMICO .....	14
2.2	O PAPEL DA INTERMEDIACÃO FINANCEIRA.....	20
<b>3.</b>	<b>SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL</b> .....	<b>24</b>
3.1	ÓRGÃOS NORMATIVOS .....	25
<b>3.1.1</b>	<b>Conselho Monetário Nacional</b> .....	<b>25</b>
<b>3.1.2</b>	<b>Conselho Nacional de Seguros Privados</b> .....	<b>25</b>
<b>3.1.3</b>	<b>Conselho Nacional de Previdência Complementar</b> .....	<b>26</b>
3.2	ÓRGÃOS SUPERVISORES.....	26
<b>3.2.1</b>	<b>O Banco Central do Brasil (BACEN)</b> .....	<b>26</b>
<b>3.2.2</b>	<b>Comissão de Valores Mobiliários (CVM)</b> .....	<b>27</b>
<b>3.2.3</b>	<b>Superintendência de Seguros Privados (SUSEP)</b> .....	<b>27</b>
<b>3.2.4</b>	<b>Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC)</b> .....	<b>28</b>
3.3	ÓRGÃOS OPERADORES .....	28
3.4	MERCADO FINANCEIRO .....	29
<b>3.4.1</b>	<b>Mercado Monetário</b> .....	<b>30</b>
<b>3.4.2</b>	<b>Mercado de Crédito</b> .....	<b>31</b>
<b>3.4.3</b>	<b>Mercado de Câmbio</b> .....	<b>31</b>
<b>3.4.4</b>	<b>Mercado de Capitais</b> .....	<b>32</b>
<b>3.5</b>	<b>Mercados Eficientes de Capitais</b> .....	<b>33</b>
<b>3.5.1</b>	<b>Tipos de Eficiência</b> .....	<b>34</b>
<b>3.5.2</b>	<b>Contestações a Hipótese dos Mercados Eficientes</b> .....	<b>36</b>
<b>3.5.3</b>	<b>Perspectiva sobre a eficiência dos mercados</b> .....	<b>40</b>
<b>4.</b>	<b>O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO</b> .....	<b>42</b>
4.1	MERCADO DE CAPITAIS E CRESCIMENTO ECONÔMICO.....	45
4.2	A BM&F BOVESPA .....	47
4.3	COMPOSIÇÃO DA BM&FBOVESPA E ENTRAVES AO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO ACIONÁRIO.....	48
4.4	ÍNDICES: CRESCIMENTO E SUSTENTABILIDADE .....	53
<b>4.4.1</b>	<b>Ibovespa</b> .....	<b>54</b>
<b>4.4.2</b>	<b>Índices de Sustentabilidade – ISE e ICO2</b> .....	<b>56</b>

4.5	GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	58
	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>61</b>
	<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>64</b>

## 1. INTRODUÇÃO

Os investimentos são produtos basilares para a dinâmica de funcionamento do sistema financeiro, e extremamente importantes para a economia de um país. É por meio destes que um país apresenta a capacidade de originar ofícios, renda e condição de vida e, contudo, se torna necessário que tais recursos sejam empreendidos da forma mais competente possível.

Um dos desígnios da conjectura econômica se trata, exatamente, de analisar a alocação hábil dos recursos de maneira a elevar ao máximo sua serventia para os participantes do mercado e, por conseguinte, de todo país. Com efeito, o mercado financeiro se exhibe como um elemento para a concretização de tais alocações, com a finalidade de ajustar o equilíbrio e gerar melhores qualidades para os agentes econômicos.

Por meio da globalização dos mercados e desenvolvimento dos fluxos de capitais, existiu o aperfeiçoamento completo do sistema financeiro, permitindo alocações mais competentes, através de uma melhor estruturação das maneiras de transação, com mais segurança e limpidez. É importante lembrar que o alargamento tecnológico e o sistema financeiro se instigam mutuamente.

Se tratando de uma das partes do mercado financeiro, o nomeado mercado de capitais possui um respeitável papel no acesso do investimento e no aumento da poupança, proporcionando reverses benéficos de financiamento às corporações, para o desenvolvimento patrimonial das integrações econômicas e consentindo a uma demanda que o comércio de crédito não possui a capacidade de amparar sozinho. O desenvolvimento do mercado é significativo (GRAHAN, 2007).

O calibre do mercado ascendeu de R\$ 2 bilhões no ano de 2003 para o equivalente a R\$ 5,2 bilhões no ano de 2012, dobrando de dimensão em analogia ao PIB, passando de 63% do produto do ano de 2003 para 119% deste PIB no ano de 2013, como base informações da Comissão de Valores Monetários (2013), que igualmente apresenta projeções extremamente positivas.

Existiu, recentemente, uma cadeia de alterações, a exemplo da convergência de desconcentração do capital e o nascimento do chamado Novo Mercado, que admitiu o deslanche do mercado acionário do país.

Existe, contudo, determinadas limitações ao funcionamento completo e hábil do mercado de capitais no Brasil. Como exemplo, cita-se as elevadas alíquotas de juros,

tributação demasiada, elevados gastos de abertura e conservação das corporações em bolsa e dificuldades de direção corporativa, danosas aos empreendimentos, bem como aos acionistas.

Com efeito, o objetivo desta análise é posicionar o mercado de capitais em meio à doutrina econômica e financeira, evidenciando a sua importância para o crescimento econômico brasileiro. Também exibir as dificuldades e desafios encarados por tal mercado na contemporaneidade.

Para tal, busca-se especificamente:

- Fazer um apanhado histórico do mercado de capitais brasileiro, com viés econômico e financeiro;
- Traçar as características do Sistema Financeiro que impulsionam a economia de um país;
- Apreciar o Mercado de Capitais brasileiro e sua contribuição para o desenvolvimento do País.

Para cumprir os objetivos, inicialmente, será realizado um baldrame teórico-conceitual como ingresso à apreciação do mercado financeiro, destacando as considerações de poupança e investimento, a semelhança entre os dois pontos de vista da teoria econômica e em analogia ao desenvolvimento econômico, perpetrando alusão à realidade que envolve o Brasil. Será evidenciada a relevância da intermediação financeira para a alocação mais hábil de recursos e para o aumento e alargamento econômico. Serão, adicionalmente, levantadas questões críticas sobre o assunto.

Buscar-se-á também exibir a estrutura do sistema financeiro do Brasil, simulado por suas instituições e seus concernentes desempenhos, abordando, além disso, a proposição dos mercados eficientes, seu progresso, análises e espectros alternativos a essa conjectura, contando com evidências empíricas e relatos de bons investidores.

Em linhas gerais, será exposta a posição do mercado de capitais na doutrina e no arcabouço financeiro, fazendo-se a sua apreciação, regressada para o esboço de sua composição, limitações e alargamento, de sua acuidade para o progresso das corporações, do patrimônio da pessoa física, e como propulsora de desenvolvimento e crescimento do país.

## 2. TEORIA ECONÔMICA: CONCEITOS

Uma das basilares particularidades de um sistema econômico se trata de alocar recursos, a exemplo do trabalho e matéria-prima, em meio às nomeadas integrações econômicas, sendo estas compostas pelas famílias, empreendimentos e governo. Tal alocação é norteadada através da teoria econômica com o desígnio de ser o mais competente possível, no baleado de impedir desperdícios de recursos e obter o máximo bem-estar para as integrações econômicas e de forma igualitária (no caso das famílias).

Neste estudo, o enfoque se trata do Mercado de Capitais, que se encontra implantado em meio ao Mercado Financeiro (Capítulo 2).

Assim sendo, neste inicial capítulo será oferecida uma atenção mais elevada aos chamados recursos financeira das unidades econômicas e deste modo, é relevante adentrar em considerações baseais para a compreensão do Mercado de Capitais e evidenciar a acuidade das instituições financeiras no que diz respeito à alocação de tais recursos na economia.

### 2.1. POUPANÇA, INVESTIMENTO E CRESCIMENTO ECONÔMICO

A poupança é avaliada como elemento da renda que não é gastada hoje para ser empregada em tempo futuro, auferindo-se uma “gratificação” por tal ato. Tomando como base a teoria clássica, gratificação, ou ainda recompensa, se trata da taxa de juros, em outras palavras, como bem diz Carvalho (2005), uma demasia de recursos a ser embolsado no póstumo em avaria do sacrifício de não gastar no coevo, se tratando deste modo à poupança em uma função da taxa de juros.

Afora consumir, também se torna plausível investir estes recursos em busca de retornos positivos no porvindouro. De acordo com os clássicos, a concretização de um investimento carece antecipadamente de uma poupança adequada, onde se averigua uma analogia de equidade *ex-ante* em meio à poupança e investimento. Uma economia se encontrara em balanceamento nos casos em que, oferecida uma taxa de juros, existir equidade em meio à poupança e ao investimento. Nos episódios em que a poupança for mais elevada que o investimento, não existirá demanda satisfatória para o integral causado na economia; nos casos em que o investimento se der de maneira mais elevada de que a poupança existirá uma demanda em demasia, originando ampliação dos preços (CARVALHO, 2005).

O espectro antagônico à dos clássicos deu princípio por meio de Keynes (1936), através de sua obra Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. Tomando como base esta

doutrina, o juro “tem sido habitualmente avaliado como um prêmio por não consumir, quando na veracidade, se trata de um lucro por não entesourar” (KEYNES, 1936, p.179). Deste modo, a concepção da taxa de juros se trataria de um acontecimento monetário e não autêntico como ocorre nos clássicos. A taxa de juros entusiasmará as disposições de investimento e precisará ser similar à produtividade marginal do capital para atender as espécies de maximização. A relação causal existente em meio à poupança e o investimento igualmente se modificam, conservando a equidade, contudo *ex-post*.

De acordo com Keynes (1936), o investimento apresenta a capacidade de acontecer involuntariamente de haver uma poupança primitiva, condigno à compleição de um aparelho bancário desenvolvido que teria a capacidade de prover crédito ou financiamento para concretização de investimentos.

Desta maneira, estes teriam a capacidade de gerir poupança. O ato de reservar não constituiria basicamente em consumir em tempo futuro em avaria do consumo contemporâneo, contudo uma redução líquida da demanda, que entusiasmaria as perspectivas do comércio, amortizando o consumo porvindouro e originando uma inclinação no valor dos bens. De tal modo, Keynes contraria a imagem de que a poupança individual beneficia o investimento em igual grau em que suaviza o consumo atual (IPEA, 1998).

Ao mesmo tempo em que para os *keynesianos* as chamadas intermediações financeiras apresentam um extraordinário desempenho na direção de recursos financeiros, os clássicos defendem uma imagem na qual somente existem dois agentes representativos, os quais são: os chamados poupadores e os investidores, sendo estes condicionados daqueles. O Sistema Financeiro para os clássicos se trata de um “intermediário passivo”, através do qual se concretizam a intermediação da poupança para o investimento, sem a aptidão de definir a condição e dimensão do financiamento do investimento. Esse espectro se sustenta na conjectura dos mercados competentes, de acordo com a qual, todo dado disponível se reflete nos preços dos ativos financeiros (VALENTE, 2007).

Segundo Oliveira (1984), a denominada poupança está sujeita a três motivos: 1) a habilidade de poupar: a pessoa ou agente econômico necessita ter uma renda satisfatoriamente elevada para tal; 2) o anseio de poupar: estímulos que induzem o agente a poupar, apresentando a capacidade de alterar com base nas perspectivas e tradição do possível poupador; e por fim, 3) a possibilidade de poupar: alternativas de aplicações financeiras oportunizadas através do mercado.

Com relação aos investimentos existem de mesmo modo, três fatores extremamente análogos aos da poupança, os quais são: 1) o capital inicial; 2) chances e 3) elementos para investir (BERTÉ, 1998).

Em nosso país, os graus de poupança e investimento têm acompanhado níveis bem módicos, não excedendo a faixa dos 20%, há pelo menos 20 anos. É plausível compreender determinada correspondência em meio ao investimento e poupança. O tema é versado de forma mais profunda por meio de Pavelescu (2008), considerando uma economia de maneira mais aberta. Com base no estudioso, a equidade existente em meio à poupança (S) e investimento (I), ( $S = I$ ), consistiria de maneira mais completa ou integral na seguinte fórmula:  $S + (G - T) = I + (X - M)$

Onde:  $G - T$  (gastos – renda do governo): o déficit orçamentário do governo;

$X - M$  (exportações – importações): balança comercial.

Assim, a adição da poupança privada e pública é análoga à soma dos investimentos privados e das exportações líquidas, por meio das quais existe a capacidade de ser notado que o déficit orçamentário do governo desanima os investimentos particulares e que um superávit positivo da chamada balança comercial incita a poupança no longo prazo.

De tal modo, o balanceamento em meio à poupança e investimento é abalado através dos cursos de capitais com o externo e por meio das computas do governo. Cabe mencionar também, que em circunstâncias de inteirada variabilidade de capital, as poupanças de uma região iriam migrar para ambientes onde a ação do investimento é máxima e, por conseguinte, não se averiguaria uma conexão intensa entre poupança e investimentos em plano nacional (advertindo que o fundamental encanto para o capital internacional se trata da taxa de juros interna, quanto mais elevada esta for mais capital seduzirá).

Contudo, ênfases empíricas de análises, a exemplo de Feldstein-Horioka (1980), demonstram que existe uma intensa conexão em meio à poupança interna e investimento interno, provocando uma encurtada mobilidade internacional de capital (PAVELESCU, 2008).

Os arquétipos econométricos de Jansen e Schultz (1996), que aferem a conexão entre investimento e poupança se apresentaram exequíveis em analogia aos países que apresentam economias de mercado ampliadas, entretanto, exibiu frutos conflitantes nos casos em que os países em desenvolvimento são meditados, evidenciando que o grau de progresso e a composição da economia conservam uma analogia constante em meio ao investimento e poupança. Tal divergência entre investimento e poupança estará sujeita a magnitude da poupança em arrolamento ao PIB.

A taxa de poupança alçada é categoria cogente, entretanto não é satisfatória, para asseverar um elevado desenvolvimento econômico. Para que exista aumento é indispensável não exclusivamente o acúmulo físico, contudo igualmente a cumulação de capital humano, de novidades tecnológicas e, sobretudo, da eficácia do investimento. Conforme esboços empíricos (IPEA, 1998), existem aguda conexão em meio à poupança e crescimento econômico, todavia é abstrusa a assimilação de seus motes de causalidade.

[...] ainda que o alargamento econômico tenha um efeito positivo sobre a poupança na medida em que aumenta o nível de renda, não podemos afirmar, univocamente, que um aumento no nível de poupança implicará uma aceleração do crescimento. Os estudos empíricos caminham no sentido de confirmar tal relação de causalidade [ver Schmidt-Hebbel *et al.*, (1996) e Reis (1996)]. Os resultados obtidos por Reis mostram que as variações temporais do produto devem preceder às variações da poupança doméstica, assim como as da formação bruta de capital fixo (IPEA, 1998, p. 04).

É plausível, além disso, mencionar o protótipo dos países emergentes asiáticos e, igualmente, dos também exportadores de petróleo, que em seus concernentes tempos de desenvolvimento expuseram percentuais de poupança elevados, já no caso de países desenvolvidos, e exemplo dos Estados Unidos, estes apresentaram mínimas percentagens de poupança e advieram a considerar como consistindo em importadores líquidos de capital. Ao tempo que os emergentes asiáticos operaram como consistindo em exportadores líquidos de capital (PAVELESCU, 2008).

Deste modo, os países que expuseram as máximas taxas de investimento e poupança, fazem referência aos que foram bem-sucedidos, a exemplo da Cingapura que demonstrou um desenvolvimento médio do PIB equivalente a 9,4% do ano de 1980 a 1984 e de 7,06% do ano de 1985 a 1992, ao avesso de países que apresentaram taxas ínfimas, como foi o caso das Filipinas que nos referentes momentos apresentou em média um crescimento de 1,34% e 2,01% (DATAWORLDBANK.ORG).

Os indícios insinuam que a analogia entre poupança e crescimento apresenta influência recíproca, onde o crescimento beneficia a poupança e esta oportuniza ainda mais aumento econômico, sendo seu cometimento primitivo oferecido por capitais estrangeiros ou, em determinados episódios, por meio da poupança forçada, onde uma fração dos salários é necessariamente detida pelo governo (BOVESPA, 2000).

Existem múltiplos ensejos que induziram o nosso país a não ter apresentado alíquotas de poupança elevadas, como foi caso dos países asiáticos. Podemos citar em meio a tais razões, a instabilidade e incerteza econômica, disparidade social, grande mobilidade social,

mobilidade fiscal do governo, desanimou a poupança e cresceram a inclinação ao consumo, afora de ocasionarem distorções no cenário financeiro e disparates institucionais. A elevada inflação igualmente ensinou o brasileiro a apresentar maior disposição a consumir, que do mesmo modo permaneceu ainda posteriormente a introdução do Plano Real. Ao mesmo tempo, é cogente, também, uma melhora do aparelho previdenciário, que contém intensa função na concepção de poupança (BOVESPA, 2000).

De acordo com a história, o governo brasileiro constituiu o basilar captador de poupança e fundamental investidor no país. Até aproximadamente os anos de 1970, existiu uma conexão prosaica em meio à taxa de investimento e o aumento econômico. A partir desse momento, essa ligação se desedifica, o que deixa evidente a avaria de eficácia dos investimentos na economia de nosso país. Tal lesão de eficiência aconteceu em consequência às más determinações adotadas pelo governo, entusiasmado por ideologias, políticos e grupos empresarias em um cenário de carência de capital e poupança (BOVESPA, 2000).

Adequados graus de poupança, investimento e desenvolvimento econômico cooperam para a ampliação dos países, especialmente os que se deparam em etapa de ampliação e ambicionam abrandar a distinção de renda em analogia aos **países mais ricos**, além de serenar os próprios coeficientes de **pobreza** e dessemelhança de renda.

Com base nos elementos da Cepal (2002), para o acontecimento dessas transformações nas terras latinas, constituiria imprescindível um desenvolvimento do PIB equivalente entre 5,5% a 6,5% e percentuais de investimento entre aproximadamente 26% a 28% do PIB.

A chamada poupança interna necessitaria acrescentar concomitantemente, com o intuito de amainar o nível de atrelamento do financiamento externo e, assim sendo, das séries internacionais de capital. Igualmente, torna-se extremamente necessário o desenvolvimento de um aparelho financeiro concreto que assegure garantia e liquidez, bem como rentabilidade aqueles que poupam.

A imagem de que boa fração do financiamento do investimento necessita decorrer da poupança interna não é tão simples. As políticas que objetivam majorar a poupança não são simples de serem justapostas, uma vez que comumente provoca a diminuição do bem-estar contemporâneo, com o abatimento de despesas e máxima cobrança dos débitos, o que apresenta a capacidade de provocar um altivo gasto político, no curto prazo, e derivados somente em termos mais extensos.

Afora que, nada assegura que as poupanças particulares se energizarão por meio destas políticas, uma vez que estão sujeitos às múltiplas variáveis que não tem a capacidade de

serem limitadas por meio do poder econômico, em meio a elas, as perspectivas ao que diz respeito ao futuro.

Assim sendo, o mais relevante consistiria em assegurar um cenário mais previsto possível, bem como uma atmosfera macroeconômica salutar e constante. Cabe ainda ressaltar que o maior número de variáveis que beneficia a poupança ao mesmo tempo auxilia e beneficia também os chamados investimentos produtivos (CEPAL, 2002).

Ao que diz respeito ao aspecto de potencial de desenvolvimento porvindouro, as organizações juntamente aos setores públicos são os que mais têm capacidade de cooperar, compreendendo que existe uma instância estável no método de acúmulo bem como no equilíbrio fiscal, de forma simultânea.

Já no que diz respeito às famílias, estas exibem disposições de consumo intertemporal, predispostas às chamadas variáveis econômicas. Nesse sentido, tomando como base Cepal (2002), são cogentes determinados empenhos para a ampliação da poupança nacional, as quais são: reinvestimento dos lucros das organizações, onde o reinvestimento dos lucros supre diferentes fontes de financiamento e, para motivá-los são imprescindíveis a existências políticas características; a chamada poupança familiar, a qual se trata de uma questão abstrusa por ser complexo discernir como se dão as disposições de poupança tanto individual como também familiar.

Ainda que exista essa objeção, é aceitável a efetivação de empenhos institucionais de impulso às rotinas de poupança, afora as remodelações do aparelho previdenciário e dos princípios de pensões.

Tais empenhos, ou os chamados estímulos fiscais, seriam focalizados em poupanças apalavradas a arremates característicos como, por exemplo, a educação dos filhos, bem como seguros, sejam eles de vida ou de acidentes; por fim, há ainda o financiamento dos investimentos públicos, o qual se trata de uma sugestão para um contíguo de medidas em busca de ampliar a receita pública, majorar o rendimento e perspicuidade das despesas públicas e edificar instituições que sejam democráticas.

A finalidade é alcançar uma estabilização ou superávit dos cálculos fiscais, compreendendo que o déficit fiscal, em derradeira instância, diminui a chamada poupança nacional.

Diferente princípio que apresenta uma significativa função na constituição de poupança bem como no encaminhamento de investimentos se trata da necessidade de um aparelho financeiro extremamente desenvolvido. Compreendendo que as instituições financeiras progrediram de forma excessiva com o decorrer dos anos, e passaram a oferecer

um amplo dígito de alternativas de investimento, que são capazes de oferecer uma maior segurança e também transparência.

## 2.2 O PAPEL DA INTERMEDIACÃO FINANCEIRA

As chamadas economias desenvolvidas, e a maior parcela das menos desenvolvidas, têm um sistema financeiro que é considerado complexo, com diferentes instituições, normas e ativos financeiros, afora dos agentes ou unidades econômicas. Tais agentes têm a capacidade de se ocorrer em três situações distintas as quais são: a) com suas contas equilibradas, consistindo os gastos e investimentos iguais à renda; b) em *superávit*, apresentando renda superior à soma de seus gastos e também aos seus investimentos; e por fim, c) em *déficit*, com a soma de seus gastos juntamente aos seus investimentos que são maiores que sua renda.

Em nosso sistema financeiro, aqueles que são nomeados como sendo agentes deficitários se tratam de investidores ou tomadores, por exigirem recursos financeiros, já nos casos dos agentes superavitários estes são chamados de poupadores, pelo fato de ofertarem seus recursos financeiros. As instituições financeiras intermediadoras apresentam o papel exatamente de realizar a intermediação dos recursos em meio aos poupadores e investidores, quando existe interesse dos dois lados, atendendo a estes em adjacências de volume financeiro, como também prazos, risco, custos, entre outros.

Já no caso das operações financeiras intermediadas estas são as que as instituições financeiras introduzem em suas próprias obrigações no método de canalização de recursos do poupador derradeiro ao investidor último.

O olhar mais clássico enfoca a conduta dos poupadores como categoria para realização de investimentos, desapreciando a função da intermediação financeira. Abraça-se aqui um olhar *keynesiano*, que enfoca na função das instituições, bem como do mercado financeiro em busca da viabilização de investimentos assim como de mesmo modo do crescimento econômico.

Não se pode afirmar que a poupança não tenha nenhuma influência acerca das decisões de investir, compreendendo que o empresário necessitará se encontrar seguro de que conseguirá alcançar os recursos (chamados de financiamento) imprescindíveis para a concretização do investimento. Contudo, os obstáculos a serem encarados por meio dos investidores não são designados através dos poupadores, mas por meio dos mercados tanto monetário como também financeiro (CARVALHO, 2003).

Nesse sentido, Carvalho (2003, p.04) menciona que:

Keynes recusa a ideia de que poupadores financiem investimento em qualquer sentido. Poupança é uma alocação de um fluxo de renda recebido em um período. Financiamento é a reserva de parte do estoque de moeda em circulação em um dado instante para utilização em data posterior. Financiamento não utiliza renda em nenhum sentido. Trata-se de retirar, em um dado momento, moeda de circulação, mantendo-a em reserva para uso na ocasião. Financiamento, assim, é um problema a ser resolvido no sistema monetário, não na interação entre investidores e poupadores, onde quer que esta última possa se dar.

Já tomando como base Schmitt (2003), acerca dos intermediadores financeiros os mesmos apresentam cinco funções, as quais são: 1) ajuntar os recursos dos pequenos poupadores; 2) Fornir de custódia, assim como contabilidade e também mecanismos de pagamento voltados para os recursos; 3) Fornir liquidez; 4) Diversificar o risco; 5) Colhendo e processando informações.

Vários são os trabalhos que buscam aferir a correlação em meio à função dos intermediários financeiros e também das variáveis reais, a exemplo do crescimento econômico. De acordo com Scholtens e Wensveen (2003), tais intermediários adjudicam dois relevantes benefícios, as quais são a elevação acerca do nível de investimento e também da poupança, e um acréscimo de eficiência ao que diz respeito à alocação dos chamados fundos financeiros. Ainda nesse contexto, Levine (2011) aborda acerca da posição de arbitragem das instituições financeiras no método de crescimento econômico, determinando o direcionamento do crédito, quem poderá iniciar um novo negócio ou de mesma maneira investir no acúmulo de capital humano e quem não também poderá, entre outros. Assim sendo, possuindo poder de influência acerca da eficácia de alocação de recursos, caráter do mercado de trabalho e ao que diz respeito ao horizonte financeiro de cada indivíduo.

Em meio a estes resultados de estudos que diz respeito a este assunto, evidenciam-se os seguintes: □ Países com melhores desempenhos ao que diz respeito aos seus sistemas financeiros estes evoluíram de forma mais célere por diversas décadas (LEVINE; ZERVOS, 2008); Progressos na operação de aparelhos financeiros apressaram a taxa de crescimento de várias economias (HABER *et al.*, 2003).

Tomando como base Levine (2011), o mesmo propunha o monitoramento da utilização de investimentos por meio das instituições financeiras depois de financiar as organizações, um ingrediente fundamental para estimular a operação eficaz das empresas e também de instituições, impedindo gastos excessivos, assim como fraudes e colaborando com o desenvolvimento econômico, afora de fornirem a seleção de diversificação e gestão de risco, animando mais e melhores projetos de investimentos.

Tendo como fundamento a moderna teoria da intermediação financeira, os nomeados intermediários financeiros, simulados em maior parte por bancos, existem porque as deficiências de mercado evitam os poupadores como de mesma forma os investidores de ajustarem diretamente de forma ótima. Essa consistiria em das funções de tais instituições, explicando a cobrança dos custos de transação por meio da realização do serviço.

De toda maneira se faz relevante mencionar que no mundo real, os intermediários financeiros não se analisam como tais, bancando a intermediação em meio aos poupadores e investidores ou monitorando investimentos. Eles atraem poupança ao mesmo tempo em que emprestam aos investidores, acrescentando valor ao ajustar as necessidades de ambos os agentes, a um preço que compense tanto a demanda como a oferta de dinheiro. Isso e trata de um processo criativo que não tem a capacidade de ser caracterizado através da diminuição de assimetria de dados, mas por meio da análise de risco (SCHOLTENS; WENSVEEN, 2003).

Diferente ponto relevante pode ser notado por meio da abordagem da dinâmica de mercado de *Schumpeter* (1912), que avalia as modernizações e o ganho proporcional, em adjacências de vantagem competitiva, em um mercado que se encontra em constante evolução.

De mesma forma, acontece de mesmo modo através do sistema financeiro, a partir do desenvolvimento de modernos produtos e serviços financeiros, a exemplo dos *swaps*, opções, futuros, garantias, caixas eletrônicos, elevada diversidade de títulos, etc. Tais novidades precisam ser encaradas em um aspecto evolucionário. Tal progresso ocorre de forma frequente nos mais variados lugares de distintas maneiras e intensidades. As chamadas instituições financeiras apresentam uma proporção a se tornar mais análogas e abstrusas de acordo com o que se desenvolvem e, de fato, pode-se observar que atualmente elas são extremamente dessemelhantes daquelas que existiam no passado (SCHOLTENS; WENSVEEN, 2003).

A competição existente em meio às instituições financeiras as leva a amainar as taxas que são cobradas em razão de seus serviços e aperfeiçoar a qualidade dos mesmos serviços que são prestados. Essa elevação acerca da eficiência, especialmente na alocação de crédito, diminui a extensão de maus empréstimos e de mesma forma de seus resultados colaterais. O aumento financeiro beneficia a competição existente entre as instituições, alargando as probabilidades de evolução para completas as instituições bem como a todos os dependentes de crédito e também de serviços financeiros (LEVINE, 2011).

O processo de invenção de valor se energiza exatamente através da concorrência em meio às instituições constituídas no mercado e as entrantes, o que motiva a inovação de

modernos produtos financeiros e obtenção de outros que já existiam, mas ainda não empregados por verificada instituição financeira. A concepção de valor é o que avultará uma determinada instituição no mercado.

Tomando como fundamento a realidade de nosso país, Carvalho (2005) menciona que a estrutura financeira domada por meio dos bancos, setor que este que se demonstra como sendo extremamente concentrado. Determinados pontos são exibidos com base em tornar o sistema financeiro do Brasil um pouco mais funcional, vejamos:

1) Diminuição do peso da dívida pública no âmbito financeiro. Sem uma solução para a dívida pública, buscas ou tentativas de oferecer mais funcionalidade ao que chamamos de sistema financeiro acabam por se tornarem mais difíceis. Um dos motivos mais sérios que conduzem o sistema a ser mais disfuncional para o progresso se trata da excessiva proporção de recursos capturados que são concentrados por meio do setor público, em condições que afastam a probabilidade de aumento de mercado privados.

2) Diminuição do que chamamos de poder de monopólio com relação ao setor bancário. Em uma circunstância de concorrência oligopolística, a competição existente em meio às instituições apresenta a capacidade de ser bem intensa, contudo, deriva em escassas benfeitorias aos seus clientes, que acabam por arcar com um elevado custo do capital. E faz preciso que sejam explorados também, novos canais de intermediação, sendo estes paralelos ao aparelhamento ou sistema bancário.

3) expandir alternativas disponíveis tanto de ativos reais como também de financeiros. É cogente majorar as probabilidades de acúmulo de ativos reais e financeiros. Em meio aos ativos reais, o fundamental se trata do imóvel residencial. No caso dos ativos financeiros, a poupança se demonstra como sendo a singular opção para a maior parte dos indivíduos, e se faz necessário existir uma ampliação de tais opções.

A melhor funcionalidade deste sistema financeiro não se encontra conexa somente a medidas estruturais. Determinadas medidas ordenam bem menos diligências, um exemplo disto é a redução do peso dos depósitos compulsórios, nutridos em planos extremamente elevados (CARVALHO, 2005).

Tendo em vista os investimentos produtivos, a Cepal (2002) aponta, ainda, mais uma importante iniciativa: o desenvolvimento do mercado de capitais. Esse mercado proporciona novas formas de intermediação financeira, que não de cunho estritamente bancário e seu desenvolvimento gera novos produtos financeiros, agentes e mercados. Se conduzido corretamente, os efeitos do desenvolvimento do mercado de capitais sobre a poupança, investimentos produtivos e concorrência institucional tendem a ser bastante positivos.

### 3. SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

O chamado Sistema Financeiro Nacional (SFN) é constituído por um contiguo de instituições financeiras que pertencem tanto ao âmbito privado como público, instrumentos e mercados que se encontram conexos em rede.

Por meio do SFN, se realiza a transação de recursos de agentes geradores de poupança e, deste modo, aptos de financiar a evolução da economia, para agentes carentes de recursos para investimentos, cujas oportunidades de gasto são maiores que sua renda.

O SFN é marcado pela presença de conglomerados financeiros, criados a partir de uma política de concentração bancária desenvolvida nas últimas décadas, principalmente por meio de fusões, aquisições e de incentivos à capitalização das empresas (ASSAF NETO, 2006).

Em tal metodologia, os bancos passaram a serem motivados pelos ganhos de escala, ínfimos custos e menores taxas de juros, originando uma mais elevada segurança para o sistema como um todo, verificando-se também, a intensificação do papel dos bancos privados como financiadores das diversas esferas do setor público.

Em 1987, o Conselho Monetário Nacional (CMN) permitiu que intermediários financeiros englobassem atividades até então segmentadas por instituição, que passaram a ter maior diversidade de produtos financeiros, o que modificou a estrutura bancária.

Até o começo da década de 1990, devido à alta inflação, essas instituições obtinham grande parte de seus rendimentos através das transferências inflacionárias (*floating*) e da chamada “cirandas financeiras”, que consistia simplesmente em giro de capital especulativo sem produtividade (PINHEIRO, 2014).

Após a estabilização macroeconômica, o SFN passou por transformações e as fontes dos rendimentos dos bancos não podiam mais ser as mesmas. Assim o grande número de agências teve que diminuir, pois não era mais uma questão de abrangência, mas de oferecer serviços de qualidade a seus clientes.

Ocorreram medidas de restrição ao crédito ao consumidor e grande elevação dos depósitos compulsórios, o que fragilizou os bancos, tornando necessária a intervenção do governo para refortalecer o setor. A partir de meados da década de 1990, os processos de fusões se intensificaram e passou a haver entrada de estrangeiros no mercado bancário, liberada pelo Banco Central.

Seguindo estratégias do Banco Central, os bancos estrangeiros injetaram consideráveis volumes de recursos em bancos privados. A concentração aumentou e surgiram novos

conglomerados, nacionais e estrangeiros, que foram se tornando cada vez mais fortes (PINHEIRO, 2014).

A armação do SFN é constituída por órgãos normativos, supervisores e operantes, coligados com base nos pontos, tanto monetário, como de previdência e também de seguros.

### 3.1 ÓRGÃOS NORMATIVOS

Os órgãos normativos têm como função regulamentar e fiscalizar as instituições componentes do sistema financeiro, mas não como um órgão executor, ou seja, define políticas e diretrizes a serem seguidas por aquelas, mas não as executa. Esses órgãos são três: Conselho Monetário Nacional (CMN), Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) e Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPB).

#### 3.1.1 Conselho Monetário Nacional

O CMN é o órgão deliberativo máximo do sistema financeiro do país, tendo a finalidade de elaborar a política monetária e creditícia de acordo com a Lei nº 4.595 (1964), visando o desenvolvimento econômico e social do país. Agregam o CMN o Ministro do Planejamento, o Ministro da Fazenda (Presidente), Orçamento e Gestão e o Presidente do Banco Central do Brasil.

Em meio a alguns de seus desempenhos, podemos mencionar: propiciar o aprimoramento das instituições e dos aparelhos financeiros, velar pela liquidez e solvência das instituições financeiras e nortear o bom emprego dos recursos das instituições financeiras (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2014).

#### 3.1.2 Conselho Nacional de Seguros Privados

O CNSP se trata de um órgão que tem com ele a responsabilidade de afixar as diretrizes e regras ao que diz respeito à política de seguros privados. É circunspeta através do Ministro da Fazenda (Presidente), pessoa responsável pelo Ministério da Justiça, representante do Ministério da Previdência Social, Superintendente da Superintendência de Seguros Privados, representante do Banco Central do Brasil bem como, o da Comissão de Valores Mobiliários.

Cabe a tal órgão desempenho como, por exemplo: normatizar a constituição, aparelhamento, funcionamento e inspeção dos que desempenham prestações dependentes ao CNSP, de mesmo modo, como o emprego das penalidades pressagiadas, constituir os nortes gerais das funções de resseguro e ordenar a corretagem de seguros e a profissão de corretor (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2014).

### **3.1.3 Conselho Nacional de Previdência Complementar**

O CNPC se trata de um órgão organizado que unifica a armação do Ministério da Previdência Social, o qual a aptidão é satisfatória ao regime de previdência complementar, atuado por meio das entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão).

É ainda, constituído através de representantes da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC), da Secretaria de Políticas de Previdência Complementar (SPPC), da Casa Civil da Presidência da República, dos Ministérios da Fazenda e do Planejamento, Orçamento e Gestão, das entidades fechadas de previdência complementar, dos patrocinadores e instituidores dos chamados programas de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar e dos participantes e assistidos de planos de benefícios das mencionadas instituições (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2014).

## **3.2 ÓRGÃOS SUPERVISORES**

Os órgãos supervisores estão subordinados aos órgãos normativos, e como o seu próprio nome diz, são encarregadas de supervisionar as variadas instituições pertencentes ao sistema financeiro, sendo aptas ao mesmo tempo, de editar regras e parâmetros ao que diz respeito à transferência de recursos entre os agentes. Essas entidades são quatro: Banco Central do Brasil (BACEN), Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) e Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC).

### **3.2.1 O Banco Central do Brasil (BACEN)**

O BACEN se trata do fundamental executor das orientações do CMN e tem a responsabilidade de assegurar o equilíbrio monetário do país. É através do BACEN que o Estado interfere de forma direta no sistema financeiro e, de maneira indireta, na economia.

Seus desígnios se tratam: velar pela apropriada liquidez da economia, sustentar as reservas internacionais em plano apropriado, instigar a constituição de poupança, zelar pela constância e requerer o constante aprimoramento do aparelho financeiro.

Acerca de suas atribuições podemos mencionar: emitir papel-moeda e moeda metálica, desempenhar o controle de crédito, desempenhar a fiscalização das instituições financeiras, controlar o fluxo de capitais estrangeiros no país e executar operações de compra e venda de títulos públicos federais (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2014).

### **3.2.2 Comissão de Valores Mobiliários (CVM)**

A CVM é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, que tem a responsabilidade de normatizar, ampliar, controlar e vigiar o mercado de valores mobiliários de nosso país (sob orientação do CMN), que se encontra decomposto por meio de três amplos conjuntos, os quais são: instituições de mercado (bolsas de valores), companhias abertas e investidores.

Acerca de seus desempenhos e tarefas, estes são: garantir o funcionamento competente e regular ao que diz respeito aos mercados de bolsa e de balcão, resguardar os chamados titulares de valores mobiliários, asseverar o ingresso do público a subsídios acerca dos valores mobiliários negociados bem como ao que faz menção a companhias e gerar a ampliação e o desempenho eficaz e normatizado do mercado de ações (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2014).

### **3.2.3 Superintendência de Seguros Privados (SUSEP)**

A SUSEP se trata de uma autarquia conectada ao Ministério da Fazenda, que apresenta também como responsabilidade o domínio e inspeção do mercado de seguro, previdência privada aberta e capitalização. É executora da política abalizada por meio do CNSP.

Algumas de suas competências se tratam de: operar no sentido de resguardar a captação de poupança popular que se executa através das operações de seguro, bem como da previdência privada aberta, de capitalização e resseguro; cuidar e buscar o resguardo dos interesses daqueles que são consumidores dos mercados supervisionados; gerar o aprimoramento das instituições e assim como de mesmo modo dos instrumentos e aparelhos operacionais a eles conectados; gerar a constância dos mercados sob sua competência ou em outras palavras, sua jurisdição; zelar com relação à busca e alcance da liquidez e solvência

acerca das sociedades que fazem parte do mercado (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2014).

### **3.2.4 Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC)**

A chamada PREVIC se trata de uma autarquia que esta conecta ao Ministério da Previdência Social, a mesma apresenta como função e responsabilidade, averiguar e inspecionar as tarefas que estão relacionadas às entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão).

A PREVIC age como sendo uma instituição de bem como de supervisão dos desempenhos das entidades fechadas de previdência complementar e de cumprimento das políticas com relação ao regime de previdência complementar obrado através das entidades fechadas de previdência complementar, notando, até mesmo, as diretrizes constituídas através do Conselho Monetário Nacional bem como por meio do Conselho Nacional de Previdência Complementar (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2014).

### **3.3 ÓRGÃOS OPERADORES**

Os órgãos operadores do sistema financeiro podem ser bancários (que são capazes de emitir moeda escritural e captadores de depósitos a vista) ou não bancários (não tendo essas capacidades). As instituições financeiras podem atuar de duas formas, segundo Pinheiro, (2014) as quais são:

As chamadas instituições financeiras de natureza mediadoras são responsáveis por: realizar tarefas de comissionados bem como, mediador e também *market maker*. Já as chamadas instituições financeiras intermediadoras: estas atuam transformando a armação dos ativos financeiros, angariando recursos em presença da oferta de completa gama de produtos financeiros que alocam em meio aos investidores, e, por conseguinte, emprestando tais recursos em meio aos demandantes de fundo. Exemplos destes, podemos citar, os bancos comerciais, e também os chamados bancos múltiplos.

A seguir será apresentada uma lista, baseada nas informações disponíveis no site do Banco Central (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2014), com os diversos tipos de instituições financeiras operadoras, cada uma delas sob a vigilância de seus respectivos órgãos supervisores, as quais são: as instituições financeiras captadoras de depósitos à vista: Bancos Múltiplos com carteira comercial, Bancos Comerciais, Caixa Econômica Federal e

Cooperativas de Crédito. Bancos de Câmbio; as bolsas de Mercados e Futuros: Associações privadas civis, com desígnio de executar o registro, a compensação e a liquidação, física e financeira, das operações alcançadas por meio do pregão ou ainda através de sistema eletrônico; as bolsas de Valores, que se trata de sociedades anônimas ou associações civis, que apresentam como finalidade conservar o local ou sistema apropriado ao encontro de seus membros e à realização, em meio aos desempenhos, podemos citar as transações tanto de compra como venda de títulos e valores mobiliários, em mercado livre e abertos, sobretudo organizados e vigiados por meio dos membros e também pela CVM; os resseguradores, que se trata de entidades, compostas sob o desenho de sociedades anônimas, que apresentam como desígnio exclusivo o desempenho de operações de resseguro e retrocessão. As chamadas sociedades seguradoras; as sociedades de capitalização; as entidades abertas de previdência complementar: se tratam de entidades que apresentam como finalidade constituir e atuar em planos de benefícios de natureza previdenciária, outorgados em maneira de renda continuada ou também por meio de pagamento único, abertos a quaisquer pessoas físicas. Existem ainda, as entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão): que são aparelhadas sob a configuração de fundação ou sociedade civil, sem que exista o desígnio de fins lucrativos e são acessíveis, unicamente, aos empregados de uma organização ou campo político. Por fim, as demais instituições financeiras e administradores de recursos de terceiros.

Nesse sentido, tais instituições que constituem no SFN operam e concretizam suas cátedras no Mercado Financeiro.

### 3.4 MERCADO FINANCEIRO

O mercado financeiro representa uma parte do mercado na qual ocorre o intercâmbio de ativos financeiros, determinando seus preços, entre agentes superavitários e agentes deficitários. Esse mercado deve proporcionar um ambiente de troca transparente (obtenção de informações de maneira fácil e barata) e livre (sem limitações a entrada ou saída de compradores e vendedores, e liberdade para negociações e formação de preços), de modo que cumpra suas funções de estabelecer contato entre os agentes, proporcionando liquidez aos ativos com reduzidos prazos e custos de transação. Tudo isso contribui para aproximação do conceito de “perfeição do mercado” de acordo com a teoria econômica. Uma característica mais importante para se avaliar essa “perfeição” é a eficiência do mercado.

Esse mercado subdivide-se em quatro: Mercado Monetário, Mercado de Crédito, Mercado de Câmbio e Mercado de Capitais. Na prática, esses mercados muitas vezes se

confundem, permitindo que as várias operações financeiras interajam por meio de um amplo sistema de comunicações. A taxa de juros é uma referência comum para as diversas negociações, funcionando como uma moeda de troca entre esses mercados (ASSAF NETO, 2007).

### **3.4.1 Mercado Monetário**

O mercado monetário envolve as operações de curto e curtíssimo prazo, proporcionando um controle ágil da economia e das taxas de juros básicas pretendidas pela política econômica das autoridades monetárias. Os papéis que lastreiam as operações desse mercado caracterizam-se pelos reduzidos prazos e alta liquidez. Esses papéis são, principalmente, emitidos pelo Tesouro Nacional para o financiamento do orçamento público, além de outros títulos públicos emitidos pelos estados e municípios, Certificados de Depósitos Interfinanceiros (CDI), Certificados de Depósitos Bancários (CDB) e Debêntures (ASSAF NETO, 2007).

A maior parte desses títulos é escritural e suas negociações são controladas e custodiadas pelos sistemas SELIC E CETIP. De acordo com o Banco Central do Brasil (2014), o Selic é o depositário central dos títulos que compõem a dívida pública federal interna de emissão do Tesouro Nacional e, também, um sistema eletrônico de liquidação bruta em tempo real no qual é efetuada a liquidação das operações de mercado aberto e de redesconto com títulos públicos. Os títulos são todos escriturais.

A CETIP é depositária principalmente de títulos de renda fixa privados, títulos públicos estaduais e municipais e títulos representativos de dívidas de responsabilidade do Tesouro Nacional. Existem títulos transacionados na CETIP que são emitidos em papel, por comando legal e são fisicamente custodiados pelo registrador. As operações de compra e venda são realizadas no mercado de balcão, incluindo aquelas processadas por intermédio do CETIPNET (sistema eletrônico). Dependendo da operação, a liquidação é em D ou D+1 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2014).

Tanto o SELIC como a CETIP tem como objetivo garantir a liquidação das operações do mercado monetário e ambas divulga duas importantes taxas de juros, a taxa SELIC e a taxa CETIP. A taxa SELIC, representando a taxa de juro por dia útil, é formada pelas negociações que envolvem os títulos públicos, referenciando o custo do dinheiro no mercado. A taxa CETIP determina os juros dos títulos privados que são mais altos que a taxa SELIC. Hoje,

ambas as taxas têm liquidação no momento zero e as diferenças entre as mesmas são pequenas, geralmente relacionadas à natureza dos títulos (privado e público).

Quando a autoridade monetária considerar necessária uma intervenção no mercado monetário visando o controle da liquidez, isso ocorrerá no mercado aberto, onde serão comprados ou vendidos seus títulos diariamente, realizando, assim a política monetária.

### **3.4.2 Mercado de Crédito**

De acordo com Assaf Neto (2007), o Mercado de Crédito visa suprir as necessidades de caixa de curto e médio prazo dos agentes, seja por meio da concessão de crédito à pessoa física ou ao financiamento de pessoa jurídica. Essas operações são realizadas por instituições financeiras bancárias. Os produtos e serviços financeiros têm se desenvolvido e diversificado.

Dentre as diversas modalidades de crédito estão as contas garantidas, *hot money*, crédito direto ao consumidor (CDC), créditos rotativos, etc. Todas essas modalidades procuram atender a todos os tipos de demanda por crédito com um grande número de opções quanto a volumes de empréstimos, prazos, riscos e meios de realização de crédito.

No Sistema Financeiro Nacional há a Central de Risco de Crédito (CRC), que contém informações de crédito de todo sistema financeiro, que são gerenciadas pelo BACEN e tem o objetivo de prevenir eventuais problemas no mercado de crédito. Uma parte dessas informações é passada às instituições financeiras e outra parte é reservada para uso do Banco Central, visando contribuir para a gestão de risco.

### **3.4.3 Mercado de Câmbio**

No Mercado Cambial ocorrem as operações de compra e venda de moedas internacionais conversíveis e trocas de agentes residentes com o exterior. Os importadores e investidores internacionais, por exemplo, representam a demanda por moeda estrangeira.

Outros, como os exportadores e turistas que vão para o exterior, representam a oferta de moeda estrangeira. Essas operações de câmbio são supervisionadas pelo Banco Central e visam o controle das reservas cambiais e manutenção do valor da moeda nacional, e processam-se por meio de operadores de câmbio, que são os especialistas em câmbio e as corretoras de câmbio. No Brasil, as operações com moedas estrangeiras só podem ser realizadas por meio das autoridades monetárias (ASSAF NETO, 2007).

No Brasil adota-se uma taxa de câmbio flutuante suja, ou seja, deixa-se o câmbio variar conforme as demandas e ofertas de moedas do mercado, mas com ocasionais intervenções do Governo, para conter variações drásticas no câmbio ou valoriza-lo ou desvaloriza-lo, a fim de favorecer o crescimento econômico. Recentemente, o BACEN tem feito uso de suas reservas cambias para conter a alta do dólar (diretamente) e da inflação (indiretamente), vendendo dólares e mantendo o valor do real.

#### **3.4.4 Mercado de Capitais**

O Mercado de Capitais compreende um conjunto de instituições e instrumentos que negociam títulos de valores mobiliários, direcionando os recursos entre compradores e vendedores, disponibilizando as empresas condições de captarem recursos de maneira mais direta com os investidores, objetivando a realização de projetos de investimentos, de médio e longo prazo.

Esse mercado surgiu para atender a uma demanda que o mercado de crédito não era mais capaz de sustentar, objetivando garantir um fluxo de recursos nas condições adequadas em termos de prazos, custos e exigibilidades. Seu surgimento foi fundamentado em dois princípios: contribuir para o desenvolvimento econômico, atuando como propulsor de capitais para os investimentos, estimulando a formação de poupança privada; e permitir e orientar a estruturação de uma sociedade pluralista, baseada na economia de mercado, com participação coletiva na riqueza e nos resultados da economia (PINHEIRO, 2014).

O mercado de capitais pode ser visto como uma alternativa às aplicações tradicionais em produtos oferecidos pelos bancos e pelo governo, com um menor custo de financiamento para as empresas e maior acesso ao capital por parte do público em geral. Esse mercado subdivide-se em outros dois; o mercado de renda fixa, que compreende os títulos de dívida, e o mercado acionário, onde se realizam as transações com ativos de patrimônio líquido.

Em geral, no Brasil, o mercado de capitais tem sido representado pelo mercado acionário, uma vez que operações com títulos da dívida de longo prazo ficam praticamente restritas ao fornecimento por órgãos estatais e a financiamentos internacionais.

Dentro do mercado acionário, há ainda dois segmentos complementares: o mercado primário e o mercado secundário de ações.

No primeiro, ocorre o lançamento inicial de títulos no mercado, havendo a transferência direta de recursos dos investidores para as empresas. No segundo, acontecem as transações de títulos entre investidores, não havendo, portanto, transferência direta de

recursos para as empresas. Assim, a maior liquidez do mercado secundário se torna uma condição para a existência do mercado primário.

### **3.5 Mercados Eficientes de Capitais**

A Hipótese dos Mercados Eficientes (HME) foi proposta por Eugene Fama em 1970 e tem sido um dos assuntos mais importantes e polêmicos da teoria de finanças nas últimas décadas.

De acordo com a HME, um mercado eficiente é aquele que reflete rapidamente todas as informações disponíveis sobre determinado ativo em seu preço, impossibilitando ganhos extraordinários, ou seja, as informações são incorporadas no preço quase que imediatamente, não dando vantagem a um investidor específico de obter maiores ganhos com alguma informação. Os ganhos anormais ou extraordinários representam a diferença entre o retorno efetivo e o retorno esperado.

Os preços devem seguir um caminho aleatório para a validação da HME. Assim, os investidores só obterão a taxa normal de retorno do investimento, que será proporcional ao risco da aplicação, do mesmo modo as empresas deverão receber o valor justo dos seus títulos, que será igual ao valor presente, não existindo oportunidades de enganar os investidores.

Entretanto, segundo Fama (1970), para o funcionamento do mercado eficiente são necessárias três condições: todas as informações devem estar disponíveis a todos os participantes do mercado; todos os participantes concordam quanto às interpretações a respeito das informações; e inexistência de custos de transação. Na verdade, essas condições não são necessárias, mas suficientes para formação de mercados eficientes. Desequilíbrios de preços poderiam ocorrer, mas de maneira isolada e irrelevante. A HME implica na eliminação de muitas estratégias de geração de valor, dado seu caráter restritivo.

Ross, Westerfield e Jaffe (2009), citam algumas dessas estratégias: (a) os administradores não podem escolher o momento mais apropriado para lançar obrigações e ações; (b) a emissão de ações adicionais não deve reduzir o preço de mercado da ação; e (c) os preços de ações e obrigações não devem ser afetados pela escolha do método contábil por uma empresa.

Fama (1970) teria descrito um mercado perfeito. Um mercado eficiente de capitais seria menos restrito, requerendo eficiência de alocação e operacional. Para ser eficiente operacionalmente, basta que os intermediários financeiros realizem as operações a um custo

mínimo, garantindo o retorno de seu trabalho. Será eficiente em alocação, se as poupanças forem alocadas de forma a produzirem investimentos que beneficiem a todos (FAMA, 1970 apud COPELAND; WESTON, 1992).

Para Pinheiro (2014), os fatores que contribuiriam para um mercado eficiente são:

- >A informação econômico-financeira, tanto das empresas quanto da economia;
- >A continuidade e densidade das transações;
- >Existência de um grande número de ativos negociados;
- >Diversificação na distribuição dos títulos entre os investidores;
- >Facilidade de transferência de ativos financeiros;
- >Existência de especulação moderada;
- >Normalização das operações.

Tudo isso fomentaria o funcionamento eficiente dos mercados, possibilitando o incremento de bem-estar geral da sociedade, facilitando a localização eficiente de recursos e a competitividade do sistema produtivo que fornecerá seus serviços ao menor custo possível.

### 3.5.1 Tipos de Eficiência

O nível de eficiência de um mercado distingue-se pela relação entre preço e informação. A teoria de finanças define três níveis de eficiência de mercado que se originam na HME: a forma fraca, a forma semiforte e a forma forte. Tais formas serão explicadas a partir da obra de Ross, Westerfield e Jaffe, (2009).

**Forma Fraca.** Um mercado eficiente na forma fraca será aquele que refletir integralmente toda informação relacionada aos preços passados de uma ação, como taxas de retorno e volumes de negociação. O histórico dos preços é uma informação muito fácil de ser adquirida, o que torna a forma fraca de eficiência o tipo menos exigente de eficiência. Se fosse possível obter lucros extraordinários encontrando padrões nos comportamentos de preços passados, isso seria feito por todos, e os lucros desapareceriam. A competição faria com que as regularidades cíclicas observadas desaparecessem, restando apenas uma flutuação aleatória. Essa suposição também compromete a análise técnica, um conjunto de ferramentas utilizado para observação de padrões e tendências de preços utilizados até hoje.

Segundo alguns especialistas em finanças há, algumas vezes, a correlação serial envolvendo uma única ação. Trata-se da correlação entre a taxa de retorno corrente de um título e a taxa de retorno do mesmo título em um período posterior. Um coeficiente de correlação positivo ou negativo significa que o preço passado tem alguma influência sobre

preços posteriores, ocasionando ineficiência de mercado. As análises apresentadas pelos autores (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 2009) sobre as ações das dez maiores empresas norte-americanas demonstram um coeficiente de correlação bem próximo de zero, e podem ser considerados condizentes com a hipótese de eficiência de mercado.

Um coeficiente de correlação serial igual a zero seria compatível com a hipótese de *random walk*, na qual o preço de uma ação é completamente aleatório em relação a seu preço em outro período.

**Forma Semiforte.** Essa forma pressupõe que os preços refletem todas as informações disponíveis publicamente, logo depois de divulgadas, englobando, portanto, a forma fraca. Assim, os investidores não poderão obter lucros acima da média por meio da posse de quaisquer informações. Um dos testes dessa forma, apresentado pelos autores (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 2009) é o *Estudo de Eventos*, que procura examinar se as informações de determinado período afetam exclusivamente o mesmo período, de modo que uma informação passada não tivesse nenhum efeito sobre o preço presente ou futuro por exemplo.

Em geral, os estudos indicam a eficiência de mercado, ao observar exemplos de ativos que depois de divulgada certa informação, passa a tê-la incorporada em seus preços de maneira bem precisa; como há, também, uma grande quantidade de estudos em relação ao desempenho de fundos mútuos que fazem uso de toda informação publicada e, em média, não apresentam retornos maiores que o mercado.

Isso não significa que um investidor não possa ter lucros acima da média do mercado, mas que é difícil encontrar provas disso. Porém, há outros estudos que contestam a hipótese, dizendo que há preços que reagem muito lentamente às informações, não sendo possível identificar a eficiência do mercado.

**Forma Forte.** O mercado será eficiente na forma forte quando os preços refletirem todas as informações existentes, estando publicamente disponíveis ou não, assim, engloba a forma semiforte. Nessa hipótese de eficiência não há muito que ser discutido, uma vez que poucos se oporiam ao fato de que um indivíduo que tiver informações que ninguém mais tem, poderia fazer uso delas e obter lucros anormais, e conseqüentemente o mercado seria ineficiente na forma forte.

Há estudos que analisam, por exemplo, o grupo de investidores chamados de *insiders* (gestores e membros do conselho), que têm acesso a informações privilegiadas dentro de uma empresa. Em geral, órgãos do governo exigem que os *insiders* relatem qualquer transação de ações da empresa que realizarem, para a verificação de ocorrência de ganhos anormais por

parte desses *insiders*, o que caracterizaria irregularidade. Somente se isso não ocorrer o mercado será eficiente na forma forte e, na verdade, os ganhos anormais nessas situações têm ocorrido segundo esses estudos.

A HME ainda é uma das teorias mais aceitas em finanças, tendo evidências mais favoráveis à eficiência fraca e semiforte, e tem sido desenvolvida e complementada nos últimos anos. Apesar de haver estudos que rejeitam a HME, em alguns desses pode ser observado a plausibilidade da HME no longo prazo. Muitos autores questionam a hipótese em determinados aspectos, outros a defendem dizendo que é apenas mal compreendida. Os estudos continuam a fim de se obter melhores evidências.

### 3.5.2 Contestações a Hipótese dos Mercados Eficientes

Há uma grande quantidade de estudos, principalmente de base empírica, que apoiam a HME, entretanto, é crescente o número de estudos que contestam essa teoria. Nos anos 1990, com o desenvolvimento da computação, foi possível o aprofundamento dos estudos na área, e observou-se um maior e mais detalhado número de anomalias em termos de retorno de ativos financeiros. Essas anomalias começaram a, cada vez mais, questionar a HME, além de ser evidente que os pressupostos propostos pela teoria dificilmente ocorre na realidade, principalmente o da racionalidade dos investidores.

Em 1991, Fama, visando se adequar aos novos estudos simplificou sua teoria, que a partir de então, implicaria apenas que, em um mercado eficiente, o preço dos títulos representaria completamente todas as informações disponíveis. Dentre as diversas anomalias estudadas, cabe aqui citar duas como exemplo:

**Padrões temporais de retorno de títulos.** Estudos relatam padrões temporais nos retornos de títulos, que são mais altos ou mais baixos de acordo com o dia da semana ou com o mês do ano. Analisou-se o período entre 1962 e 1978, e verificou-se que às segundas-feiras os retornos são muito mais baixos do que em outros dias da semana (-33,5%). Em relação aos meses do ano, observou-se em diversas pesquisas que o mês de janeiro apresenta retornos mais elevados que em outros meses. As pesquisas variam em período, variações dos retornos e a causa dos mesmos, mas não deixam de por em prova a HME (BROWN et. al. 2004).

**Otimismo e pessimismo exagerados.** A partir da dificuldade dos investidores de analisar corretamente as tendências dos preços, alguns ativos são superestimados ou subestimados. Alguns investidores não reconhecem o conceito de “retorno à média”, e quando um ativo apresenta bom desempenho, esses investidores o compram sem levar em conta que

pode estar muito valorizado e regredir à média. De modo contrário, podem ser demasiadamente pessimistas em relação a um ativo que acumule quedas sucessivas, acreditando que continuará a cair indefinidamente. É nessas situações que costumam se formar bolhas (infladas também pela especulação), que ao estourar, traz os preços de volta ao seu valor fundamental (FAMA et al., 2007).

Raramente o preço será igual ao valor do título. Em determinados momentos poderá ocorrer, por exemplo, expectativas superestimadas em relação ao preço, levando estes a se afastarem muito do valor, formando, como já mencionado, uma bolha, que atinge o ponto. Em 1991, em seu novo artigo, Fama admite que os retornos possam ser influenciados por retornos passados dos dividendos e de variáveis monetárias, dentro de diferentes estruturas temporais, o que rejeita a ideia de retornos constantes da teoria dos mercados eficientes. Fama passa a basear-se no problema da previsibilidade dos retornos, ao invés das versões das formas fraca, semiforte e forte, e incluindo nos testes de previsibilidade variáveis como a taxa de juros e o retorno de dividendos (LIMA, 2003).

Lima (2003) analisa em seu artigo diversos trabalhos que contestam a HME e observa que a literatura inicial de Fama (1970) não considerou autocorrelações diárias e semanais no retorno dos ativos como sendo relevantes contra a HME. Essas correlações foram desconsideradas por terem valores muito próximos de zero (exemplificado na descrição da forma fraca). Isso foi contestado por outros autores (SHILLER, 1984; SUMMERS, 1986) que demonstraram modelos nos quais os preços das ações apresentam grande volatilidade, se afastando de seus reais valores, mas que em um período de tempo menor também apresentam autocorrelação reduzida. Alta volatilidade não condiz com a HME.

Outro princípio da HME bastante contestado é o de que os investidores se baseiam em princípios comuns de racionalidade. Na verdade, as opiniões dos investidores podem ser influenciadas pelas suas crenças e sentimentos, que divergem entre eles. O mercado estaria, dessa forma, composto por agentes “não-tão-rationais”, que se baseiam em pseudo-informações (chamados *noisy traders*). Se fossem erros de julgamento aleatórios, estes se cancelariam, mas são erros persistentes e similares entre os *noisy traders* que afetam o mercado financeiro (LIMA, 2003).

Diante dessas divergências, outras teorias e análises começam a se destacar, como as análises técnica e fundamentalista, que passam a, cada vez mais, serem vistas como ferramentas na orientação das decisões de investimento, sendo amplamente desenvolvidas nas duas últimas décadas.

Outro campo de estudo recente, é o das finanças comportamentais, que embora ainda não tenha uma teoria unificada, procura explicações para as anomalias do mercado, por meio do estudo de vários fatores psicológicos de indivíduos e grupos, inclusive contando com a cooperação de psicólogos para explicar o que as teorias mais tradicionais da economia ainda não o fizeram.

Nos parágrafos seguintes serão apresentadas, de maneira sucinta, essas três áreas.

**Análise Fundamentalista:** É um importante instrumento de análise de ações que avalia tópicos relacionados ao desempenho das empresas, utilizando fundamentos econômico-financeiros para determinação do valor da empresa e concluir sobre suas perspectivas. Utiliza-se nessa avaliação, toda a informação (principalmente fatores que explicam o valor intrínseco da empresa, chamados de valores fundamentalistas) disponível no mercado, sobre determinada empresa a fim de se obter seu verdadeiro valor e formular uma recomendação de investimento na empresa ou não (compra ou venda da ação). Essa análise procura antecipar o comportamento futuro da empresa buscando oportunidades de retornos acima da média, supondo-se assim que o mercado não seja eficiente no curto prazo, ainda que possa ser no longo prazo (PINHEIRO, 2014).

Os investidores dedicados à análise fundamentalista acreditam que o preço de mercado e o valor intrínseco ocasionalmente diferem, porém eles reconhecem a discrepância e a corrigem. Caso essa diferença seja grande o suficiente, o investidor decidirá vender ou comprar a ação da empresa (se o preço for maior que o valor, vende, do contrário, compra). Para isso será necessário um trabalho superior de estimação de valores intrínsecos para se tomar decisões superiores ao *timing* do mercado e isso só acontecerá se houver dois fatores: o investidor deverá fazer estimativas corretas e estas devem ser diferentes do consenso. Assim, a diferença entre os analistas superiores e inferiores é a capacidade de estimar os dados usados pelos modelos utilizados na análise de empresas (REILLY; NORTON, 2008).

O valor intrínseco de uma ação em uma análise fundamentalista é determinado, segundo Pinheiro (2014), pelos seguintes fatores:

- 1) Demonstrações financeiras passadas, bem como outras informações passadas relevantes;
- 2) Situação atual da economia e estimativas futuras de variáveis que influenciarão todas as ações;
- 3) Grau de confiança do investidor em relação ao grau de intervenção governamental;
- 4) Lucro esperado em exercícios futuros;
- 5) Investimentos realizados e a realizar; e

#### 6) Fontes de financiamento utilizadas.

Dessa forma, percebe-se a provável ineficiência do mercado, uma vez que é possível obter retornos acima da média a partir da análise das informações disponíveis no mercado, que ocorrerá de acordo com a capacidade dos investidores, podendo encontrar discrepâncias entre preço e valor.

**Análise Técnica:** Esse tipo de análise tem origens bem antigas, datando de mais de 300 anos atrás. Baseia-se no estudo de movimentos de preços e volumes de títulos negociados no passado, com o objetivo de fazer previsões sobre o comportamento futuro dos preços. A análise faz uso de gráficos do histórico de preços, procurando tendências que possam direcionar decisões sobre investimentos e não se importa com fatores fundamentalistas, econômico ou políticos. Assim, a análise gráfica seria a única coisa necessária para predição de tendência, não se importando com a razão que a provoca (PINHEIRO, 2014).

Os pressupostos da análise técnica chocam-se com os do mercado eficiente. De acordo com Reilly e Norton (2008, p. 223): “os analistas técnicos acreditam que, quando novas informações chegam ao mercado, elas não se tornam disponíveis imediatamente a todos, mas geralmente se disseminam dos profissionais informados ao público investidor agressivo e só depois à grande massa de investidores. Além disso, os investidores não analisam as informações e agem imediatamente. Esse processo leva tempo.” Nesse claro contraste com HME, os analistas procuram por tendências refletidas pela mudança gradual dos preços em relação às informações.

A análise técnica tem uma infinidade de ferramentas, métodos e estratégias para se posicionar em investimentos através de gráficos de preços e volume. Basicamente, são utilizados gráficos de *candlesticks* (velas), que representam o preço em um período de tempo, deixando evidente a abertura, fechamento e variação do preço no período. Como exemplos podem ser citados como ferramentas mais simples de análise gráfica, as bordas de *Bollinger* e o volume de negociações.

As bordas de *Bollinger* são utilizadas como indicador, no qual os preços se situam entre as bandas superior e inferior e, uma vez que os preços “toquem” uma das bandas, estes devem recuar ao centro. As bandas são calculadas a partir da média móvel dos preços (padrão de 20 dias), com base no desvio-padrão dos preços em relação à média. O indicador de volume de negociações (barras azuis na parte inferior do gráfico) costuma ser utilizada em conjunto com outro indicador, como as bandas de *Bollinger*, para confirmar ou não a força de uma tendência. Caso o volume de negociações seja alto, este dará força à tendência, seja de

queda ou alta; do contrário, seria um sinal de dúvida para a continuação do movimento do preço.

**Finanças comportamentais.** Com início nos anos 1990, os estudos sobre finanças comportamentais representam um novo ramo de pesquisa dentro da economia financeira. Surgiu da necessidade de se obter explicações às perguntas deixadas pelo modelo financeiro convencional de comportamento racional e maximização de lucros, sendo que este passou a ser considerado incompleto. Os defensores das finanças comportamentais analisam uma série de fatores psicológicos que afetam o modo como os indivíduos (também grupos, analistas e gestores de fundos) investem, ou seja, procuram entender implicações sistemáticas de processos psicológicos de decisão em relação ao mercado financeiro (REILLY; NORTON, 2008).

São inúmeros os vieses cometidos pelos investidores que afetam negativamente seus investimentos. Um deles é a propensão dos investidores de manterem ações “perdedoras” por um longo tempo e vender “ganhadoras” rápido demais. Isso seria devido ao fato de que, em parte, os investidores temem muito mais o prejuízo do que valorizam o ganho de mesmo tamanho. Esse fato pode ser explicado pela teoria do prospecto de Daniel Kahneman, que afirma que “a utilidade depende dos desvios em relação aos pontos de referência mutáveis, e não à riqueza absoluta” (REILLY; NORTON, 2008, p. 222).

Kahneman demonstrou em suas pesquisas que, em determinadas situações de incerteza, as pessoas tendem a adotar princípios genéricos de decisão que frequentemente contradizem a teoria da maximização da utilidade esperada, com decisões bem menos racionais.

### **3.5.3 Perspectiva sobre a eficiência dos mercados**

Após o exposto, pode-se perceber que Mercados Financeiros desenvolvidos muitas vezes atendem aos requisitos de eficiência, principalmente, na forma semiforte da HME. São exemplos clássicos: a reação dos preços de ativos a notícias inesperadas quanto a mudanças políticas; movimentos militares; catástrofes ambientais; anúncios de mudanças na forma de registrar fatos contábeis acontecendo antes da abertura do mercado. Com isso, não é possível a obtenção de lucros acima da média.

Por outro lado, também é evidente a existência de vieses comportamentais e de precificação de ativos, que tornam possível aos analistas, tanto técnicos quanto

fundamentalistas, alcançarem consistentemente retornos acima da média, ao fazerem um trabalho superior de análise que antecipe movimentações de preços.

A área de finanças (ou economia) comportamental surge justamente para tentar explicar tais vieses do ponto de vista psicológico, não com a intenção de substituir a teoria financeira tradicional, mas de complementá-la, demonstrando como os agentes em geral são suscetíveis a tomadas de decisões irracionais frente a determinadas situações.

Diante desses consideráveis avanços na teoria e análises financeiras, é evidente o avanço do Mercado de Capitais em termos de eficiência informacional, o que torna o jogo mais duro para os agentes do mercado, por ser mais difícil à identificação de oportunidades de obtenção dos sonhados retornos extraordinários. Porém, a plena eficiência do mercado não parece estar perto de ser alcançada, na verdade, é cada vez mais evidente que nunca ocorra, apesar de constante aprimoramento. Para dar consistência a essa ideia, melhor seria observar um dos maiores investidores da atualidade, *Warren E. Buffett*, e seus ensinamentos, recebidos em grande parte de Benjamin Graham, um dos criadores do *Value Investing*.

Diante do relato de muitos acadêmicos que afirmaram que o mercado acionário é eficiente, não havendo ações sub ou sobrevalorizadas e que os investidores que obtêm retornos acima da média do mercado são meramente sortudos, Buffett apresenta em seu ensaio de 1984, um grupo de investidores que ano após ano têm obtido retornos acima do índice de 500 ações da *Standard & Poor's*. Esses investidores já eram pré-identificados por Buffett como investidores superiores por seguirem os princípios do *Value Investing*, mostrando que o sucesso deles não foi por casualidade.

Estou convencido de que existe muita ineficiência no mercado. Esses investidores de *Graham-e-Doddsville* exploraram com sucesso a lacuna entre preço e valor. Quando o preço de uma ação pode ser influenciado por uma “manada” em Wall Street, com preços estabelecidos, na margem, pela pessoa mais emocional ou mais gananciosa ou mais deprimida, é difícil defender a posição de que o mercado sempre gera cotações racionalmente. Na verdade, com frequência, os preços de mercado são insensatos (BUFFET, 1984 apud GRAHAM, 2007, p. 591).

Ainda restaria a questão: Se essa estratégia de *Graham-Dodds*, por exemplo, teve êxito, então haveria um grande aumento no número de seus seguidores a ponto de reduzir a diferença entre preço e valor, tornando o mercado mais eficiente, reduzindo a eficácia dessa estratégia de investimento. Mais uma vez é possível contar com a experiência de Buffett (1984), que afirma que 50 anos após a revelação deste “segredo” e 35 anos praticando-o, ele não observou tendência de aumento em investimento (em valor) e que era bem provável que continuasse assim.

Investindo em ações desde 1955, *Buffett* tem hoje um retorno médio anual três vezes maior que o S&P 500 e seu fundo de investimentos superaram o mercado em 40 dos últimos 48 anos, segundo um artigo da revista *Exame* de novembro de 2013 (FILGUEIRAS, 2013). Contudo, são poucos os que se aproximam do sucesso que *Warren Buffett* obteve com investimentos.

O debate sobre a eficiência do mercado permanece até hoje. Dois dos três ganhadores do Nobel de Economia de 2013 têm ideias opostas sobre o tema. Robert Shiller, estudioso das finanças comportamentais defende que os mercados são ineficientes; já Eugene Fama defende o contrário, não sendo possível vencer a média do mercado no longo prazo.

Se ambos os pontos de vista são dignos de Nobel, não há intenção aqui de contradizer um ou outro autor, mas apontar algumas evidências significativas, como a de que existem sim ineficiências no mercado, mas que elas são muito difíceis de serem exploradas para a maioria dos investidores, que no longo prazo tendem a acompanhar a média do mercado e que o preço das ações é composto por seu valor fundamental e uma boa dose de emoções.

#### **4. O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

O mercado de capitais brasileiro apresentou um significativo crescimento e desenvolvimento desde o início deste século. Apesar de nos anos mais recentes ter apresentado alguns indícios de contenção desse crescimento, pode-se relatar um mercado bem diferente do período dos anos 1990 ou anterior, no qual os acionistas minoritários eram muito mais desrespeitados e o cenário econômico era caótico.

Essa mudança vai além de melhores números nas estatísticas do mercado ao expor também, uma evolução conceitual. O avanço tem acontecido em relação a princípios e práticas que procuram garantir a manutenção das empresas no longo prazo, como a democratização do mercado, melhores práticas de governança corporativa e ética, com maior transparência na divulgação das informações, visando assim também, melhores relações com os investidores.

De 1996 a 2001, o mercado acionário passava por uma crise, com o número de empresas listada em bolsa e o volume de negociações em queda, ano após ano, além do fechamento de capital por várias empresas. A mudança ocorreu, principalmente, a partir de 2002, com pressões dos investidores estrangeiros e institucionais e por meio de medidas como mudanças na legislação e implementação do Plano Diretor do Mercado de Capitais, que buscava a isonomia competitiva e condições de eficiência para o mercado.

Há também uma significativa melhora no quadro econômico com os resultados obtidos, principalmente, no “tripé econômico” (superávit primário, metas de inflação e câmbio flutuante), com estabilização da inflação e melhora no perfil de endividamento público. Alguns resultados dessas transformações podem ser vistos em um período posterior como o ano de 2007.

Em 2008, o Plano Diretor do Mercado de Capitais foi revisado e atualizado, observando o desempenho do mercado de capitais brasileiro no período de 2002 a 2008, frente à conjuntura nacional e internacional, a fim de tirar lições para formulação de novas medidas para manter o contínuo desenvolvimento do mercado.

O mercado de capitais brasileiro subdivide-se basicamente em mercado de renda fixa e mercado de renda variável. O primeiro é composto por títulos de dívidas e o segundo movimenta ativos de patrimônio líquido. Historicamente, o mercado de renda fixa recebeu maiores quantidades de recursos, principalmente por oferecer menor risco diante das débeis condições econômicas do país.

Porém, o mercado acionário (representado em sua maior parte pela renda variável, e às vezes tratado como similares), tem grande destaque no desenvolvimento do mercado de capitais, por oferecer maiores oportunidades de crescimento tanto para empresas e investidores quanto para o próprio país, uma vez que oferecem também, opções de investimento em renda fixa e em outros mercados como o monetário e o de câmbio.

Apesar de avanços, o mercado acionário brasileiro ainda é incipiente e não tem muita atratividade como destino de investimentos por parte das pessoas físicas brasileiras que, de acordo com analistas do mercado, têm pouco conhecimento sobre as vantagens e meios de se aplicar na renda variável, preferindo menor risco e menor retorno.

Há também alguns “mitos” sobre esse mercado, como por exemplo, ser “lugar para os mais afortunados” e “precisar ser expert para investir”. Hoje, não há nem 600 mil CPFs cadastrados na BM&FBovespa, cerca 0,3% da população brasileira, sendo que uma considerável parte destes é inoperante; enquanto que nos Estados Unidos, por exemplo, a porcentagem da população com recursos aplicados em bolsa chega a mais de 50%. E não é verdade que mais da metade dos americanos seja rico ou expert em bolsa (EMPIRICUS RESEARCH, 2014).

Não pode ser ignorada, também, a persistência de antigos problemas como o descaso com acionistas minoritários, remunerações excessivas de executivos de empresas, utilização de informações privilegiadas, falta de transparência, inclusive por parte do Governo em relação às empresas estatais de capital aberto, que aos olhos do mercado tem interferido demasiadamente nas decisões dessas empresas. O cenário econômico atual, não tem sido mais animador, apresentando dificuldades para a atratividade de investimentos, com inflação pressionando o teto da meta, juros altíssimos e deterioração das contas públicas.

É importante ressaltar que, apesar de nesse mesmo estudo, já ter sido indicado que o tomador de recursos é o investidor e que quem empresta é o poupador, neste capítulo e em outras partes deste trabalho, os poupadores são frequentemente chamados de investidores e assim também o são na prática, pois estes escolhem exatamente onde e como querem aplicar seus recursos, não sendo assim um ato estrito de poupança, por se tornarem sócios da empresa. Outra ressalva a ser feita é sobre a intermediação financeira.

Tomando-se como base as teorias da intermediação financeira, o sistema bancário sempre foi o principal intermediário financeiro, e o mercado de capitais era considerado o local da desintermediação, ou trocas diretas entre tomadores e poupadores.

No entanto, as corretoras, por exemplo, são consideradas intermediárias financeiras, devido ao complexo papel que desempenham, incluindo as funções dos tradicionais intermediadores financeiros e na orientação dos investidores (poupadores).

Nos próximos tópicos será apresentada, mais detalhadamente, a situação do mercado de capitais brasileiro, principalmente o mercado acionário, bem como as características e críticas pertinentes a este. Antes, porém será feita uma abordagem sobre a relação entre o mercado de capitais/acionário e o crescimento econômico.

#### 4.1 MERCADO DE CAPITAIS E CRESCIMENTO ECONÔMICO

Existem poucos estudos sobre a relação entre mercados de capitais e crescimento econômico, também pela dificuldade em encontrar pontos de causalidade entre ambos. Alguns estudos chegam ainda a contestar a importância do mercado de capitais. Mas há alguns trabalhos que apontam uma correlação positiva entre mercado de capitais e crescimento econômico.

Bekaert e Harvey (1997) analisam teoricamente a importância do mercado de capitais através de alguns pontos:

1. Capacidade de diversificação. Com a existência do mercado de capitais, existe maior possibilidade de diversificação de investimentos, o que os torna mais seguros, assim como a captação de recursos pelas empresas é mais facilmente realizada.

2. Risco moral (*moral hazard*). O mercado de capitais tem a capacidade de atenuar o risco moral. Uma das maneiras de impedir que *insiders* se beneficiem de recursos da empresa além do que lhes convém (prejudicando a empresa), é através dos títulos de dívida, que aumentam a fração de participação do capital detido pelos *insiders*, o que aumenta o risco de falência caso estes tomem “decisões imprudentes”. Contratos vinculativos de performance no longo prazo por parte dos *insiders* também ajudam nesse sentido.

3. Mudança de propriedade. O mercado de ações disciplina os administradores das empresas através da mudança de propriedade. Se o administrador não estiver fazendo um bom trabalho, o preço das ações de sua empresa declinará até abaixo de seu potencial de valor, sendo alvo de investidores que comprarão essas ações desvalorizadas, diminuindo a fração de participação dos administradores.

4. Inovação. O mercado de capitais fornece recursos para o desenvolvimento de inovações, financiando os empreendedores que, sem esse mercado, teriam opções de financiamento muito mais limitadas.

5. Liquidez e eficiência. A liquidez do mercado de capitais é de suma importância, revelando informações sobre as empresas a partir da variação do preço das suas ações e permite que transações ocorram instantânea e continuamente. Um mercado mais eficiente transmitira informações mais seguras e precisas, permitindo o melhor funcionamento do mesmo e beneficiando os agentes participantes como um todo. Dessa forma, um mercado de capitais bem desenvolvido ajuda a alinhar os interesses dos administradores e dos acionistas, aumentando a eficiência alocativa e o crescimento econômico.

Dudley e Hubbard (2004) ampliam a lista acima analisando os resultados dos mercados de capitais mais desenvolvidos do mundo, EUA e a Inglaterra, em relação a mercados de capitais menos desenvolvidos, Europa e Japão. Os primeiros países citados apresentaram melhores performances econômicas nos seguintes aspectos: maior crescimento da produtividade, maior crescimento dos salários reais, maiores oportunidades de empregos, melhor estabilidade econômica e maior crescimento na proporção de casas próprias.

Outro estudo importante é o de Levine (1997), que destaca o papel da liquidez dos mercados de capitais. Muitos investimentos rentáveis requerem longos períodos de comprometimento do capital investido, mas os investidores frequentemente não estão dispostos a abster-se de suas poupanças durante tanto tempo. A liquidez também torna os investimentos menos arriscados, uma vez que é fácil se desfazer de ações. Ao mesmo tempo, as empresas continuam a utilizar o mesmo montante de recursos nela investidos. Levine (1997) também faz uma análise empírica do fato.

O autor ranqueou 38 países (de variados níveis de desenvolvimento) de acordo com o grau de liquidez de seus respectivos mercados acionários, dividindo-os em quatro grupos e os analisou no período de 1976 a 1993. Os países que tinham os mercados mais líquidos em 1976 foram os que apresentaram maior crescimento econômico no período 1976-1993. O autor ainda ressalta que, de acordo com suas análises empíricas, não é necessariamente o tamanho do mercado ou a volatilidade das ações que importam para o crescimento econômico, mas a facilidade (eficiência) com que as ações são negociadas.

Indo além do crescimento econômico, Pinheiro (2014) aborda o papel do mercado de capitais no desenvolvimento econômico. Observando os mercados financeiros e tomando como exemplo o mercado de crédito, é evidente que este canaliza os recursos dos poupadores para as oportunidades de negócios, promovendo o crescimento da economia, mas não necessariamente o seu desenvolvimento.

## 4.2 A BM&F BOVESPA

A única Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros em operação no Brasil é resultado de uma fusão, ocorrida em 2008, entre a Bovespa Holding S.A. e a BM&F S.A. A nova bolsa formou-se como uma sociedade de capital aberto, que se tornou a terceira maior bolsa do mundo em valor de mercado, em preços da época de R\$ 31 bilhões, e hoje é a bolsa oficial do Brasil com cerca de 370 empresas que chegam a valer em conjunto R\$2,32 trilhões (JORDÃO, 2014), representando 80% do volume negociado de ações da América Latina (PINHEIRO, 2014). Esse volume pode ser dividido por setores.

A Nova Bolsa, como também é chamada, oferece uma série de oportunidades e vantagens com a negociação de títulos e valores mobiliários. Para os investidores, a vantagem está na possibilidade de comprar e vender em um mercado com maior liquidez, transparência e com mais opções de investimento. Para as corretoras de valores, há a ampliação de seu mercado de atuação, maior número de investidores em atuação e economia com despesas operacionais. Para o país, representa uma bolsa forte e adequada ao seu porte, fortalece as empresas nacionais, é capaz de disputar mercados globais tendo controle de capital nacional, além de demonstrar, também, a força da economia nacional com uma das maiores do mundo e com melhores condições de resistir a turbulências internacionais (PINHEIRO, 2014).

Qualquer pessoa física, jurídica ou instituição financeira pode entrar na bolsa após fazer os devidos registros e contratos. A pessoa física deve estar cadastrada em uma corretora de valores que disponibilizará o *Homebroker*, meio eletrônico pelo qual serão feitas as negociações na bolsa. As negociações podem ser feitas também pela mesa de operações da corretora, bastando entrar em contato com os consultores. Vale lembrar que na BM&F Bovespa as corretoras e empresas estarão sujeitas à fiscalização da CVM, assim como qualquer movimentação dentro da bolsa, seja de recursos, informações ou cadastros.

Todas as negociações dentro da bolsa devem ser realizadas durante o pregão, no qual os preços devem ser públicos, deve haver legitimidade de compra e venda, com o vendedor e o comprador honrando suas posições por meio da declaração de “negócio fechado” por suas respectivas corretoras.

Na BM&F Bovespa há quatro mercados disponíveis para aplicações:

Mercado a vista: negociam-se ações em lote padrão e em lotes fracionários (em quantidades inferiores a esse lote). Há prazo de liquidação física e financeira regulamentados pela Câmara de Liquidação.

Mercado a termo: onde se compra ou vende ações, a um preço fixado, com liquidação diferida, ou seja, em data futura, consistindo em uma operação de financiamento, com liquidação a critério do comprador.

Mercado futuro: as partes acordam a compra e venda de ações individuais a um determinado preço para liquidar em determinada data futura, com a possibilidade de ajustes diários.

Mercado de opções: são negociados direitos de compra e venda de ações, com preços e prazos preestabelecidos em contrato.

Toda essa diversidade de opções, com maior segurança e menores custos, tem contribuído para o aumento do número de negócios na bolsa nos últimos anos.

#### 4.3 COMPOSIÇÃO DA BM&FBOVESPA E ENTRAVES AO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO ACIONÁRIO

Como já mencionado antes, uma bolsa de valores é composta principalmente por: a) investidores, que podem ser pessoas físicas e jurídicas; b) empresas propriamente ditas, que abrem seu capital ao mercado; c) intermediadores financeiros; e d) investidores institucionais.

A participação de cada um desses agentes variou ao longo da história da bolsa brasileira devido a diversos fatores, como a conjuntura econômica, expectativa de lucros e a própria regulamentação da bolsa.

As bolsas de valores brasileiras, em geral, sempre tiveram forte presença do capital estrangeiro, que se caracterizou predominantemente especulativo, aproveitando-se de eventos episódicos para realização de lucros. Com a BM&FBovespa não tem sido diferente. O último boletim sobre o mercado de capitais da ANBIMA (2014), mostra que cerca de 58,1% dos investidores da bolsa brasileira são estrangeiros (72,5% destes são americanos), 31% são investidores institucionais e 10,9% são pessoa física. Desse modo, o capital estrangeiro tem influenciado bastante o desempenho da bolsa.

A grande participação dos investidores estrangeiros na bolsa brasileira é, até certo ponto, positiva, ao gerar maior liquidez e obviamente, servir como financiamento para as empresas receptoras dos recursos. Porém, como é em geral um capital de caráter especulativo, a partir do momento que ocorrer alguma instabilidade no país ou qualquer outro fator que possa afetar as ações negativamente, estes retiram seus recursos da bolsa causando um grande impacto com a volumosa movimentação e tornando esses momentos ainda mais instáveis e negativos.

Em certos períodos da história da bolsa brasileira, esse capital estrangeiro e especulativo prejudicou acionistas (pessoas físicas) brasileiros. Bulhões Pedreira e Lamy Filho (1992) descrevem momentos relativamente longos de valorização de ações sustentada por especuladores profissionais, que atraíam especuladores amadores e até os mais avessos ao risco, com esperanças de realização de lucros fáceis.

Esgotando-se a fonte de novos recursos, e iniciando a correção de preços (estouro da bolha), os investidores profissionais rapidamente realizavam seus lucros, restando à grande parte dos outros investidores, arcar com prejuízos. Em geral, os investidores estrangeiros são mais experientes que os acionistas (pessoa física) brasileiros, e esse tipo de prejuízo ocorre da mesma forma até hoje, mas em menor proporção, uma vez que também por esse motivo, a participação da pessoa física vem diminuindo nos últimos anos.

De meados dos anos 1990 até 2009, a participação de pessoa físicas no volume financeiro da bolsa foi crescente devido, principalmente, a melhora das expectativas quanto à estabilização da economia, maior qualidade e transparência das informações, privatizações e maior desempenho do Ibovespa a partir de 2002. O *rating* soberano do país teve sua nota melhorada no período pelas agências de *rating* internacionais. No começo do século, o Brasil despontou como um dos países mais atrativos para realização de investimentos, fazendo parte do grupo de países (BRIC) com maiores expectativas de crescimento da economia no mundo.

Ao contrário desse período, nos anos mais recentes, a situação é praticamente a oposta. Já intitulado de “tempestade perfeita” pelo ex-ministro Delfim Neto (com o termo tendo sido adotado pelo mercado), o ano de 2014, tem sido um período de intensa volatilidade no mercado, com taxas de inflação e juros altos, deterioração das contas públicas, entre outros problemas. Com muitas incertezas aflorando no mercado e na economia, há um desestímulo dos investidores, principalmente dos amadores, de aplicar em ativos de maior risco como a renda variável.

Outro fator que contribui para a baixa porcentagem de cadastros na bolsa brasileira é o perfil do brasileiro em relação aos investimentos, apontado em um artigo da revista Exame de setembro de 2013, intitulado “A Indústria da Preguiça” (FILGUEIRAS, 2013). Esse artigo aborda o fato de os brasileiros que estão habituados a investirem, estarem acostumados com bons rendimentos (através dos juros altos) e baixo risco (aplicação em poupança), e não possuírem muita preocupação (ou “tem preguiça”) em avaliar as condições do investimento, como as taxas cobradas e retornos esperados, bem como a diversidade de alternativas de investimento disponíveis.

Um exemplo disso são as pessoas que recebem seu salário em um banco e aí mesmo investem, sem se preocupar com qualquer número relacionado à aplicação. Uma pesquisa da consultoria britânica *Oliver Wyman* mostra que 95% dos investidores brasileiros agem dessa forma imprudente (FILGUEIRAS, 2013).

Ainda nesse artigo é relatado que cerca de 4,8 milhões de brasileiros pagam a partir de 3% de taxa de administração (chegando até 5%) em fundos de renda fixa que deveriam cobrar no máximo 1%. Segundo consultores financeiros cobrar mais de 2% de taxa de administração é só para fundos mais sofisticados, o que não costuma ser o caso de renda fixa. Além disso, as aplicações em renda fixa trazem retornos pouco acima da inflação, algumas até abaixo (FILGUEIRAS, 2013).

A aplicação em poupança, a mais popular do país, costuma ficar no máximo empatada com a inflação. Enquanto que corretoras oferecem serviços com mesmo risco, rendimentos maiores e custos menores. Esse seria um óbvio exemplo da irracionalidade do mercado, que gera ineficiência no mercado e evidencia o fato de que a educação financeira do brasileiro é bastante defasada, prejudicando o próprio brasileiro e também dificultando o desenvolvimento do mercado de capitais.

O número de instituições financeiras permaneceu estável. As instituições financeiras da bolsa são representadas em grande parte pelas corretoras de valores mobiliários. As corretoras é que realizam as compras, vendas e distribuição dos títulos e valores mobiliários representando terceiros, tendo, portanto, as funções de intermediar as operações entre seus clientes investidores, a bolsa e empresas, bem como informar e orientar seus clientes. (BM&FBOVESPA.COM).

As corretoras têm se desenvolvido consideravelmente, diversificando suas operações, fornecendo os chamados *shoppings centers* financeiros que abrangem um número bem maior de opções de investimentos, ampliando regras e mecanismos de segurança e desenvolvendo tecnologias que além de mais seguras tornam as transações ainda mais dinâmicas.

Da perspectiva da empresa, segundo uma pesquisa da *Deloitte* (2010) com 525 executivos americanos, ter o capital aberto ao mercado tem como vantagens, principalmente: o retorno do mercado de capitais, fonte de financiamento e maior exposição da marca e produtos; e desvantagens, como: menor controle e flexibilidade na tomada de decisões, dever de exposição de informações e peso dos requisitos regulatórios.

Ocorreu uma queda do número de empresas no final da década de 1990 até 2005, ocorrida devido à estagnação do mercado primário e perda do dinamismo do mercado secundário, após um período de forte expansão. Com as medidas tomadas (já citadas), a partir

de 2002, e melhora do cenário econômico, há uma recuperação da quantidade de empresas, com o número voltando a ficar acima da média em 2007. Mais recentemente, essa quantidade tem diminuído novamente, inclusive o número de IPOs tem sido baixo, e as perspectivas não são animadoras. Momentos de alta volatilidade e maiores riscos não são favoráveis para apostas na renda variável.

Prevalece assim, a utilização de fontes de financiamento tradicionais por parte das empresas, como o autofinanciamento (lucros retidos) e o financiamento pelo governo (BNDES), com pouca utilização do mercado de capitais (ações e debêntures).

Além da questão cultural brasileira, das exigências burocráticas do mercado e dos altos custos de manutenção do capital aberto pelas empresas, um artigo do Brasil Econômico em novembro de 2013, de Liana Verdini, evidencia a situação através das palavras de Luciana Dias, diretora da CVM, que diz reconhecer a tendência de retração do mercado de capitais brasileiro nos últimos anos.

Algumas medidas de incentivo às pequenas e médias empresas (PMEs) estão sendo estudada pela CVM e pelo Ministério da Fazenda, como isenções tributárias, mas isso não seria suficiente. Segundo Carlos Antônio Magalhães, presidente da Apimec-Rio:

Para o mercado crescer é preciso que o país tenha um crescimento sustentado e que o governo não interfira na economia, não congele preços ou mude inesperadamente as regras de precificação de tarifas de empresas importantes, como ocorreu com a Petrobras e com as empresas do setor elétrico. Isso trouxe enorme insegurança para os investidores.

Uma pesquisa realizada pelo IBRI-Deloitte (2013), com 73 empresas (95% de capital fechado), mostra que por ser a sétima economia do mundo, o Brasil tem um número bem pequeno de empresas na bolsa, ocupando a vigésima sexta posição nesse quesito. A maioria das empresas na bolsa é de grande porte, enquanto que as pequenas e médias empresas (PME) têm maiores dificuldades para abrir seus capitais, apesar de reconhecerem as vantagens do processo.

Segundo essa pesquisa (IBRI-DELOITTE, 2013), uma das maiores dificuldades para abrir o capital em bolsa, apontada pelas PMEs, são: falta de maturidade da empresa, altos custos do processo de IPO, exigências e burocracias excessivas, receio de perda de controle na gestão da empresa, entre outros.

Entretanto, são feitas algumas considerações quanto a esses motivos. É verdade que os custos do IPO devem ser bem analisados antes de se iniciar o processo, porém estudos feitos pela Deloitte em parceria com a BM&FBovespa, com 214 empresas que realizaram seu IPO

entre 2005 e 2011 revelam que os custos médios anuais, foram de apenas 3,7% do valor das ofertas feitas no período.

Quanto às exigências feitas às empresas para se adequarem à categoria de capital aberto, tais como a maior divulgação de informações e maiores esforços em sua estruturação interna, acabam por ajudar as mesmas, profissionalizando-as ainda mais e induzindo uma atuação mais contundente no setor. Já a preocupação quanto à perda de controle nas decisões da empresa, é na verdade, uma questão cultural brasileira, na qual as empresas são, em grande parte, de origem familiar, e têm alguns receios quanto aos riscos de se ter o capital aberto, uma visão que precisa ser superada.

A maior entrada das PMEs no mercado acionário pode contribuir para aumento do lucro, dos empregos e, conseqüentemente, dos impostos recolhidos e do PIB. É preciso mostrar isso à sociedade, e romper com os “mitos” da bolsa. Pensando nisso, várias corretoras têm investido bastante na área de educação, para atrair investidores e, inclusive, tendo uma importante receita com essa área. No entanto, são necessários incentivos maiores por parte da iniciativa pública. A necessidade de investimentos no país é urgente em diversos âmbitos, e a entrada de mais empresas na bolsa seria um importante passo, já que investimento é o principal conceito de uma bolsa de valores. Para se ter uma noção o país com maior número de empresas listadas em bolsa é a Índia com mais de 6.800 empresas (IBRI - DELOITTE, 2013).

Há ainda alguns importantes entraves ao crescimento do mercado acionário que devem ser especificados. Um artigo da *Infomoney* (MEDEIROS, 2013) resume-os bem:

1. O alto custo do investimento. Como tudo no Brasil, investir também custa caro, principalmente devido à tributação. A alíquota de imposto de renda nos mercados à vista, a termo, futuro e opções é de 15% e é cobrada sobre o lucro mensal do resultado das operações nesses mercados, desde que o total de alienações seja maior que R\$20.000,00.

Além das corretagens, que ficam em torno de 0,5% a 2%, taxas de custódia, taxas fixas (em torno de R\$25,00), taxas de liquidação (0,008%) e emolumentos cobrados pela corretora e pela BM&FBovespa, e impostos diferenciados para operações como de *daytrade*, tornam os processos mais complexos e burocráticos.

2. Alta taxa de juros. Além da taxa de juros prejudicar as empresas no papel de investidoras, aumentando seu endividamento ao realizar investimentos, uma taxa de juros muito alta, atrai a poupança para os títulos públicos, que oferecem um retorno considerável (com pouco risco) e deixam, assim, menos recursos disponíveis às empresas.

3. Conjuntura econômica. Como já mencionado, a conjuntura econômica brasileira não vai bem. O endividamento público reduz a capacidade do governo de atuar na resolução de diversos problemas econômicos sociais. Baixo crescimento do PIB, diminuindo a expectativa de crescimento do país, com produção industrial quase estagnada e baixa oferta; inflação persistentemente alta, corroendo a renda do brasileiro; câmbio valorizado, prejudicando empresas nacionais com a concorrência dos importados.

4. Incentivos fiscais. As medidas do governo não costumam serem as mais eficientes. Por exemplo, os preços administrados como o do petróleo e energia elétrica, que permanecem apenas temporariamente, podendo sofrer movimentos mais bruscos em prazos maiores. A política de incentivos, como um todo, acabou se tornando uma política de “incentivos perversos” (como abordado no Capítulo 1), como a isenção do IPI que, mais uma vez, permanece temporariamente, mascarando a inflação real e beneficiando determinados setores ou indústrias de maneira insustentável.

#### 4.4 ÍNDICES: CRESCIMENTO E SUSTENTABILIDADE

Os índices têm a finalidade de servirem como um indicador de desempenho de mercados e segmentos. Cada um possui suas próprias formas de cálculos e metodologia de composição, agrupando um conjunto de ações de determinado setor ou segmento do mercado.

Os índices podem servir de base para comparação com carteiras em relação ao desempenho e para análise da evolução de setores. Pode servir também como um termômetro da economia, devido ao fato de variáveis como taxa de juros, inflação, crescimento do país e nível de emprego estar refletidos nos preços das ações, em diversas intensidades, mesmo que de forma indireta.

Atualmente há 23 índices na BM&FBovespa com a finalidade, principalmente, de orientar os investidores. O que os diferencia são basicamente as diferentes ações que os compõem e o peso de cada uma no índice. É possível que uma ação esteja presente em mais de um índice. Os índices são divididos em:

Índices amplos: Ibovespa – índice Bovespa; IBrX 50 – índice Brasil 50; IBrX 100 – índice Brasil 100; e IBrA – índice Brasil Amplo.

Índices setoriais: IEE – índice de energia elétrica; INDX – índice industrial; ICON – índice de consumo; IMOB – índice imobiliário; IFNC – índice financeiro; IMAT – índice materiais básicos; e UTIL – índice utilidade pública.

Índices de sustentabilidade: ISE – índice de sustentabilidade empresarial; e ICON2 – índice carbono eficiente.

Índices de segmento: MLCX – índice *Midlarge Cap*; SMLL – índice *smallcap*; IVBX 2 – índice valor, 2ª linha; e IDIV – índice dividendos.

Índices de governança: IGCX – índice de ações com nível de governança corporativa diferenciada; IGCT – índice governança corporativa trade; IGCNM – índice governança corporativa, Novo mercado; e ITAG – índice de ações com *tag along* diferenciado. Outros: BDRX – índice de não patrocinados; e IFIX – índice de fundos de investimentos imobiliários.

#### 4.4.1 Ibovespa

É o índice mais importante do mercado acionário brasileiro, com o objetivo de refletir o desempenho médio de uma carteira hipotética de ações de maior negociabilidade e representatividade do mercado, assim como os impactos da distribuição de proventos por parte das empresas emissoras dessas ações no retorno do índice. A vigência de cada carteira é de quatro meses, e ao final de cada quadrimestre a carteira é rebalanceada utilizando-se os procedimentos e critérios da metodologia em vigor (BM&FBOVESPA, 2014).

O Ibovespa é o principal representante do desempenho do mercado, com sua carteira movimentando cerca de 80% do volume de ações da bolsa. Para fazer parte do índice, as ações devem atender aos critérios da metodologia do índice, que permaneceu a mesma desde sua criação, em 1968, até maio de 2014, quando foi alterada (BM&FBOVESPA, 2014). Segundo essa nova metodologia os critérios de inclusão são:

1. Estar entre os ativos elegíveis que, no período de vigência das 3 carteiras anteriores, em ordem decrescente de Índice de Negociabilidade (IN), representem em conjunto 85% do somatório total desses indicadores.

2. Ter presença em pregão de 95% no período de vigência das 03 carteiras anteriores.

3. Ter participação em termos de volume financeiro maior ou igual a 0,1%, no mercado a vista (lote-padrão), no período de vigência das 03 carteiras anteriores.

4. Não ser classificado como “*Penny Stock*” (ações com cotação inferior a R\$ 1,00). Haverá um recálculo nos casos em que a empresa fizer um agrupamento de suas ações. Há outras possibilidades de participação no índice para ações que tiveram participação nos três períodos de vigência anteriores, como atender aos critérios 1, 3 e 4.

Há também os critérios de exclusão, que excluirão ações que:

1. Deixarem de atender a dois dos critérios de inclusão.

2. Estiverem entre os ativos que, em ordem decrescente de índice de negociabilidade, estejam classificados acima dos 90% do total no período de vigência das três carteiras anteriores.

3. Sejam classificados como “*Penny Stock*”.

4. Durante o período de vigência da carteira passem a ser listadas em situação especial (recuperação judicial ou extrajudicial, regime especial de administração temporária, intervenção ou qualquer outra hipótese definida pela Bolsa).

Nos processos de inclusão e exclusão de ações do Ibovespa, há alguns procedimentos e entrelinhas que não serão aqui citados, mas há a possibilidade desses processos ficarem a critério da BM&FBovespa, se esta julgar necessário, visando a continuidade, a replicabilidade, a representatividade e a integridade do índice (BM&FBOVESPA, 2014).

Segundo informações do jornal Valor Econômico (PINHEIRO; TAKAR, 2013), o índice de negociabilidade (IN), que antes considerava o volume financeiro e o número de negócios com o mesmo peso, passou a dar mais importância ao volume (2/3) em contrapartida ao número de negócios (1/3). O Ibovespa passou a ser mais direcionado por fundamentos do que por fluxo e a favorecer as empresas de grande porte, evitando a recorrência de fatos, como os seguintes:

AmBev: a maior empresa brasileira em valor de mercado (R\$ 270 bilhões), mas pesando somente 1,5% no principal índice da Bolsa brasileira. Na nova metodologia a Ambev passou a representar 5,8%.

OGX: uma empresa até então pré-operacional que não gerava lucro e com um valor de mercado ínfimo (R\$ 1,3 bilhão), mas respondendo por 5,9% da carteira teórica do principal índice da Bolsa brasileira. Os papéis na OGX não se encontram mais no Ibovespa.

O desempenho do índice não tem sido muito animador, principalmente a partir de 2012 e em comparação com outros índices internacionais de ações.

Depois da recuperação em 2009, após a crise mundial de 2008, o Ibovespa atingiu um topo (quase 69 mil pontos) que não voltou a ser alcançado e caiu até chegar a menos de 50 mil pontos em 2014, enquanto outras bolsas do mundo permaneciam em tendência de alta. Em 2013 a queda foi de 15,5% no ano. As bolsas dos EUA subiram 25% e a do Japão, 55% no mesmo ano (EMPIRICUS RESEARCH, 2014).

Esse desempenho negativo do Ibovespa tem diversas explicações. Mas em geral, segundo os analistas do mercado, as principais são referentes à já citada situação econômica do país, que aumenta o risco de investimentos, e a falta de soluções por parte do governo brasileiro.

Há também a realização de lucros por parte de estrangeiro que partiram para renda fixa, queda da OGX em 2013, impasse no reajuste do preço da gasolina (afetando a Petrobrás), redução do *rating* de investimento brasileiro e outros fatores negativos internacionais, como crises (europeia) e retração da economia da China (afetando a Vale do Rio Doce). Em março de 2014, o Ibovespa recuperou os 50 mil pontos, mesmo o país permanecendo, mais ou menos, na mesma situação econômica.

Alguns analistas consideram também como fator importante a entrada de investidores estrangeiros que realizaram seus lucros em outros mercados, como o americano, e veem a bolsa brasileira como barata, porém, esses capitais entrantes são de caráter especulativo, apenas aumentando a volatilidade.

Na verdade, no ano de 2014, o desempenho do mercado acionário ficou a mercê do rali eleitoral, já que o resultado das eleições presidenciais é visto pelo mercado como um fator determinante para o futuro do próprio mercado e do país.

#### **4.4.2 Índices de Sustentabilidade – ISE e ICO2**

O conceito de sustentabilidade tem tido um grande destaque, também, no meio corporativo. Problemas ambientais têm chamado a atenção cada vez mais do mercado para essa questão, que está influenciando o posicionamento das empresas no mundo em relação ao meio ambiente, a fim de evitar que tais problemas se agravem no futuro. Foi pensando nisso que foram criados estes dois índices de sustentabilidade pela BM&FBovespa.

O índice carbono eficiente (ICO2) foi criado em 2010 pela BM&FBovespa em conjunto com o BNDES, levando em conta preocupações com o aquecimento global. Desse modo, disponibiliza ao mercado um indicador que incorpore questões ambientais.

Esse indicador, composto pelas ações das companhias participantes do índice IBrX-50 que aceitaram participar dessa iniciativa, adotando práticas transparentes com relação a suas emissões de gases efeito estufa (GEE), leva em consideração, para ponderação das ações das empresas componentes, seu grau de eficiência de emissões de GEE, além do *free float* (total de ações em circulação) de cada uma delas (BM&FBOVESPA.COM, 2014).

O conceito de Escopo visa auxiliar as empresas a estabelecer os limites operacionais a serem contabilizados. Há três escopos. O escopo 01 são as emissões de GEE feitas diretamente pelas empresas; o escopo 02 são as emissões indiretas de GEE (decorrentes de

energia elétrica ou vapor importados); e o escopo 03 são as emissões indiretas de GEE além daquelas já incluídas no escopo 02.

De acordo com os relatórios da BM&FBovespa (2013), as atividades responsáveis por maiores emissões e sobre as quais a empresa deve concentrar mais esforços na redução, são as do escopo 01, mais especificamente as não intencionais, como a reposição em equipamentos de refrigeração a gás, e as do escopo 03, especialmente as viagens internacionais e viagens no trajeto casa-trabalho. Há ainda outras políticas ambientais como a restrição da utilização de taxi, reduzindo a emissão de CO<sup>2</sup> e a terceirização de impressões, que diminuiu o consumo de tinta e papel.

A BM&FBovespa como empresa, procura compensar anualmente suas próprias emissões que não forem possíveis de serem reduzidas. Como em 2013, quando foram comprados 7.148 créditos de carbono (7.148 toneladas de CO<sup>2</sup> equivalentes) pela bolsa brasileira. Esses créditos foram gerados por projetos de energias renováveis, no caso, hidrelétricas, registrados na Organização das Nações Unidas (ONU). Dessa maneira, há a contribuição de forma voluntária em favor da estabilização do clima e incentivo da mesma prática pelas empresas listadas e pelo mercado em geral (BM&FBOVESPA, 2013). O índice de sustentabilidade empresarial (ISE), foi implementado em 2005, sendo apenas o quinto indicador do mundo na categoria de sustentabilidade.

O ISE é uma ferramenta para análise comparativa da *performance* das empresas listadas na BM&FBovespa sob o aspecto da sustentabilidade corporativa, baseada em eficiência econômica, equilíbrio ambiental, justiça social e governança corporativa. Também amplia o entendimento sobre empresas e grupos comprometidos com a sustentabilidade, diferenciando-os em termos de qualidade, nível de compromisso com o desenvolvimento sustentável, equidade, transparência e prestação de contas, natureza do produto, além do desempenho empresarial nas dimensões econômico-financeira, social, ambiental e de mudanças climáticas (BM&FBOVESPA.COM, 2014).

O ISE surgiu com uma metodologia arrojada, e foi assunto de muitas polêmicas no início, principalmente por empresas que acabaram ficando de fora do índice. O interesse por parte das empresas em fazer parte de um índice como o ISE é, também, em apresentar uma boa imagem à sociedade, especialmente a seus consumidores e/ou clientes, que têm se preocupado com a questão ambiental e demonstrado maior afinidade com as empresas com as mesmas preocupações.

O desempenho do ISE tem sido uma trajetória oscilante e bem próxima do Ibovespa, mas a comparação não é bem vista pelos defensores do índice, do qual, suas empresas participantes gastam recursos e energia com a sustentabilidade. Segundo eles, alguém que

investe em uma carteira com ações de empresas do ISE, busca retornos obviamente, mas principalmente investir em um futuro com empresas sustentáveis.

Seria um equívoco analisar o ISE como uma ferramenta para aumentar o retorno no curto prazo, quando na realidade o índice mede a perenidade das empresas e, portanto, tem visão de longo prazo, sendo, inclusive, um processo de educação e disseminação da sustentabilidade, que tem se repercutido no exterior. E a tendência é que cada vez mais empresas adotem práticas sustentáveis. É importante dizer também que os investimentos em empresas do índice passaram ser vistos como mais seguros (BACARJI e MARCONDES, 2010).

#### 4.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A origem da governança corporativa é antiga e tem evoluído ao longo de sua existência, se tornando bastante abrangente. O conceito só foi criado no início dos anos 1990 e tem muitas definições, dadas por diversos autores e instituições sob diferentes pontos de vista.

De forma sucinta Andrezo et al., (2006, p. 541), descrevem governança corporativa como “criação de mecanismos internos e externos que assegurem que as decisões corporativas sejam tomadas no melhor interesse dos investidores, de forma a maximizar a probabilidade de os fornecedores de recursos obterem para si o retorno sobre seus investimentos”.

Andrade e Rossetti (2009) detalham o conceito, abordando-o sob quatro aspectos:

a) Guardiã de direitos: assegurar os direitos das partes com interesse em jogo nas empresas com justiça e responsabilidade, apresentando transparência e diversidade de informações.

b) Sistema de relações: através do qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, garantindo o relacionamento entre os acionistas, direção da empresa, conselhos de administração e as demais partes.

c) Estrutura de poder: voltada para o interior das corporações e para a maneira como são controladas. Envolve questões relacionadas a processos de tomada de decisões e ao exercício da liderança.

d) Sistema normativo: rege as relações internas e externas da companhia, através de estatutos legais, termos contratuais e outros mecanismos normativos, que refletem os padrões da companhia e também da sociedade.

Dentro deste conjunto de princípios, propósitos, processos e práticas referentes à governança corporativa, é tão ou mais importante destacar os valores da mesma: “Entende-se como posturas essenciais para a boa governança a **integridade ética**, permeando todo o sistema de relações internas e externas (da empresa): o **senso de justiça**, no atendimento das expectativas e das demandas de todos os “constituintes organizacionais”; a **exatidão na prestação de contas**, fundamental para a confiabilidade na gestão; a **conformidade** com as instituições legais e com os marcos regulatórios dentro dos quais se exercerão as atividades das empresas; e a **transparência**, dentro dos limites em que a exposição dos objetivos estratégicos, das políticas e das operações das companhias não sejam conflitantes com a salvaguarda de seus interesses” (ANDRADE e ROSSETTI, 2009, p. 142).

Com o crescimento e desenvolvimento do mercado de capitais, cresceu também a necessidade de aprimoramento das políticas de investimento com informações mais claras e seguras. Essa tendência é seguida no Brasil, com empresas que procuram melhorar suas práticas de governança corporativa, apesar de estarem longe ainda dos mercados mais desenvolvidos do mundo (PINHEIRO, 2014).

Na bolsa brasileira esse conceito é aplicado em diferentes níveis. O menor nível é o nível tradicional, no qual os requisitos são apenas as exigências regulatórias oficiais da bolsa, já os níveis diferenciados de governança corporativa, nos quais, além das exigências do nível tradicional, abrangem um maior conjunto de normas e práticas por parte das empresas, visando garantir maior transparência e equidade aos seus acionistas e também maiores responsabilidades em relação a seus resultados. Os níveis diferenciados são: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Cada empresa pode entrar nesses diferentes níveis desde que se comprometa com as exigências de cada um deles.

O Bovespa Mais é um meio pelo qual elas podem se inserir nesse novo espaço. Trata-se de um segmento do mercado de balcão organizado, no qual só podem ser listadas companhias abertas com registro na CVM e tem o propósito de facilitar o acesso dessas companhias de forma gradual ao mercado de capitais dando apoio a sua evolução quanto aos valores e práticas de governança corporativa. Análises dos níveis de governança mostram que os acionistas têm maior interesse em empresas com maiores responsabilidades de governança corporativa por apresentarem menores riscos. Inclusive, pode-se observar que o IGCX, índice que mede o desempenho de uma carteira de ações que estão nos níveis diferenciados de governança, é predominantemente em seu histórico, maior que o Ibovespa.

Analisando o modelo de governança corporativa praticado pelas empresas no Brasil, Andrade e Rossetti (2009 p. 494), destacam quatro características como principais:

1. A alta concentração da propriedade acionária: Na maioria das empresas, os três maiores acionistas detêm mais de 80% do capital votante e o maior mais de 50%. Há uma grande predominância de estruturas piramidais de controle.

2. A sobreposição propriedade-gestão: Em decorrência da alta concentração (1) e do alto grau de envolvimento dos controladores na gestão. Ocorre alta unificação de funções (37% das empresas).

3. Fraca proteção aos acionistas minoritários: A lei admite o lançamento de 50% do capital em ações preferenciais. O mecanismo de *tag-along* não é estendido às ações preferenciais. É garantida a distribuição de dividendos de 25% do lucro líquido e igualdade com os controladores na distribuição da fatia restante do lucro.

4. Pequena expressão do mercado de capitais e pequena parcela das empresas listadas em bolsa nos níveis diferenciados de governança corporativa. O conceito está em evolução. Apesar de avanços nos mercados em geral, essas características são suficientes para mostrar o incipiente nível do mercado acionário brasileiro. As raízes disso são histórico-estruturais e culturais e se inserem em um círculo vicioso, entre as empresas, investidores e o mercado, no qual as deficiências de cada um estimulam a baixa adesão às boas práticas de governança, comprometendo o maior crescimento econômico.

Aparentemente, os benefícios de uma boa governança parecem não ter conquistado totalmente a atenção das empresas e do país para os devidos processos de mudança. Prevalece à preocupação em manter a estrutura central de poder dentro da empresa, sendo que aqueles processos de mudança são incentivados, majoritariamente, por fatores externos como investidores institucionais, analistas e agências de *rating*, que por sua vez, veem isso como uma transição que não se confirmará no médio prazo. Apesar disso, não se observa retrocessos e a tendência à adoção de práticas de governança corporativa é cada vez mais evidente (ANDRADE e ROSSETTI, 2009).

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Primeiramente, deve-se ressaltar que o conteúdo objeto de estudo deste trabalho é extremamente extenso. Procurou-se analisar de forma objetiva, a maior parte do conteúdo relacionado ao mercado de capitais, através da abordagem de importantes teorias e trabalhos, bem como suas contribuições e desdobramentos para o próprio desenvolvimento teórico e da economia como um todo, além de análises da realidade econômico-financeira do Brasil.

Após o exposto neste trabalho, pôde-se acordar com evidências relevantes. Poupança e investimento são fatores essenciais para o crescimento e, conseqüentemente, para o desenvolvimento econômico.

Porém não suficientes, uma vez que os investimentos devem ser produtivos, ou seja, devem ser bem direcionados a questões específicas, como o aumento do emprego, inovações tecnológicas e melhora da infraestrutura. Para ocorrência desses investimentos é necessário que a poupança seja canalizada eficientemente.

Não há um consenso quanto à relação de ordem de causalidade entre esses conceitos, mas, a exemplo dos países asiáticos apresentados, poupança, investimento e crescimento econômico, têm uma influência recíproca positiva.

No Brasil, houve a perda da produtividade do investimento a partir de meados da década de 1970, devido principalmente ao fato das decisões de investimentos terem sido orientadas quase que exclusivamente pelo Estado, influenciado por interesses políticos e de empresários, ao invés de se fazer uma avaliação racional do mercado e dos retornos no longo prazo.

A associação da poupança ao investimento pode ser feita através do autofinanciamento, do financiamento governamental e do mercado financeiro. Esta última é certamente a mais eficiente, devido a grande capacidade de alocação de demandas e ofertas entre agentes superavitários e deficitários, alegando-se assim, que os intermediários financeiros tem um papel importante nesse processo, não sendo meramente um intermediário passivo.

No Brasil, porém, tem prevalecido as duas primeiras formas de financiamento. Apesar de crises financeiras recentes demonstrarem que é necessária uma atenção especial a questão da regulamentação dos mercados que ainda é mal planejada, o sistema financeiro mundial passou por significativas inovações nas últimas décadas, possibilitando o crescimento de

empresas, patrimônios pessoais e dos países. Estudos apontam que os países com sistema financeiro desenvolvido, especialmente o mercado de capitais, foram os que mais cresceram.

Quanto à eficiência informacional dos mercados, observa-se que estes se aproximam mais da forma semiforte de eficiência, principalmente o mercado acionário, que se mostra bastante sensível às informações públicas, sofrendo variações imediatas de acordo com estas.

Porém, não se pode dizer que a plena eficiência foi alcançada, uma vez que se verifica que investidores experientes, utilizando análises técnicas e fundamentalistas avançadas, alcançam retornos acima da média do mercado consistentemente, se aproveitando de imperfeições ou ineficiências do mercado no deslocamento entre preço e valor dos ativos.

As finanças comportamentais surgem no intuito justamente de encontrar explicações psicológicas para, as até então inexplicáveis exceções da economia, irracionalidades e falhas de mercado. O mercado de capitais é o segmento do mercado financeiro que conecta investidores e empresas de maneira mais direta, sendo uma alternativa aos bancos e governo, com a vantagem de não gerar dívida às empresas tomadoras, pois estas adquirem novos sócios.

Outras vantagens do mercado de capitais são: reduzido custo global de financiamento, diversificação e distribuição do risco, democratização do acesso ao capital, reduzido *moral hazard*, maior liquidez e eficiência.

A análise do mercado de capitais brasileiro focou-se no mercado acionário, pela maior representatividade e relação com o objetivo do estudo. A BM&FBovespa é a terceira maior bolsa do mundo, estando a altura do porte do país, oferecendo excelentes condições de investimentos e financiamento a seus participantes, porém muito pouco utilizada pelo público nacional, sendo composta em sua maioria por capital estrangeiro.

Os motivos que impedem o crescimento do mercado acionário brasileiro são diversos: baixo nível de educação financeira do brasileiro, altos custos de manutenção da bolsa, impostos altos, burocracia excessiva, má conjuntura econômica persistente, imaturidade de empresas brasileira, interferências governamentais imprudentes.

Nesse cenário, o governo é quem tem maior capacidade e responsabilidade de enfrentar esses entraves. Apesar disso, empresas que se adequam a níveis de maiores exigências da bolsa, como o Novo Mercado e participam de índices que visam o comprometimento com o desenvolvimento e sustentabilidade, tem apresentado maior crescimento que a média do mercado, além do benefício social gerado e da maior exposição de suas marcas, o que evidencia o papel do mercado de capitais para o desenvolvimento econômico.

Em suma, verifica-se que poupança e investimento são fundamentais para o crescimento econômico, que o mercado financeiro é o melhor meio para a canalização eficiente da poupança para investimentos produtivos, e que, por fim, o mercado de capitais é o local mais inovador e completo no papel do financiamento sustentável do crescimento, seguindo os princípios econômicos de liberdade, equidade e eficiência.

## REFERÊNCIAS

- ANBIMA. **Boletim de Mercado de Capitais**. Ano IX - Nº 93 - Fevereiro/2014.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa**. Fundamentos, desenvolvimento e tendências. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2009. 584 p.
- ANDREZO, A. F. *et al.* **Curso de Mercado Financeiro**. FIPECAFI. São Paulo: Atlas, 2006.
- ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro**. São Paulo: Atlas, 7 ed. 2006. 302 p.
- BACARJI, C. D.; MARCONDES, A. W. **ISE**, sustentabilidade no mercado de capitais. 1 ed. São Paulo: Report editora, 2010. 178 p.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)>. Acesso em out. 2017.
- BERTÉ, C. M. **Importância e Evolução Crítica do Mercado de Capitais no Brasil e a Situação dos Acionistas Minoritários**. São Paulo: Ed. FGV, 1998.
- BULHÕES PEDREIRA, J. L.; LAMY FILHO, A. **A lei das S/A**. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.
- BM&FBOVESPA. **Mercado de capitais**. Cap 5. 2012. Disponível em: <[lojavirtual.bmf.com.br/LojaIE/portal/pages/pdf/Apostila\\_PQO\\_Cap\\_05\\_V2.pdf](http://lojavirtual.bmf.com.br/LojaIE/portal/pages/pdf/Apostila_PQO_Cap_05_V2.pdf)> Acesso em 15 jul. 2017.
- BM&FBOVESPA. **Novo Mercado**, Governança corporativa. Relatório. Maio, 2009. 16 p.
- BM&FBOVESPA. **A bolsa do Brasil**. Relatório anual 2012.
- BM&FBOVESPA. **Seu futuro bem investido**. Relatório anual. 2013.
- BM&FBOVESPA. **Manual de definições e procedimentos dos índices da BM&FBovespa**. out, 2013. 11 p.
- BM&FBOVESPA. **Metodologia do índice bovespa**. fev, 2014.
- BOVESPA. **O mercado de capitais**: Sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil. São Paulo: Relatório, 2000.
- BROWN, S. J. *et al.* **Moderna teoria de carteiras e análise de investimentos**. São Paulo: Atlas, 2004. 752 p.
- CARVALHO, A. G. **Desenvolvimento financeiro e crescimento econômico**. Revista Econômica do Nordeste, Fortaleza, v. 33, n. 4, out-dez. 2002.
- CARVALHO, F. J. C. **Investimento, poupança e financiamento**. Financiando o crescimento com inclusão social. Artigo, UFRJ. 2005.

CARVALHO, F. J. C. **Sistema financeiro, crescimento e inclusão**. Artigo, UFRJ, CEPAL, DDAS/UFRRJ. 2003.

CAVALCANTI, F.; MISUMI, J. Y.; RUDGE, L. F. **Mercado de Capitais**, o que é, como funciona. Rio de Janeiro: Campus, 2005, 6 ed.

CEPAL. **Crescer com estabilidade**. O financiamento do desenvolvimento no contexto internacional. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

CVM. **Mercado de valores mobiliários brasileiro**. 1 ed. Rio de Janeiro, 2013.

CVM. **Tendências demográficas e econômicas e o mercado de capitais**. Assessoria de Análise e Pesquisa, 2013.

DELOITTE. **Instituições financeiras no Brasil** – O posicionamento para um novo mercado. Livro digital. 2010.

EMPIRICUS RESEARCH. **Mercado em 5 minutos**. Relatório, 2014

FAMÁ *et al.* **Hipótese de mercados eficientes e finanças comportamentais**. As discussões persistem. São Paulo: PUC, 2007.

FILGUEIRAS, M. L. **A indústria da preguiça**. Revista Exame, p. 10-14, set. 2013.

FILGUEIRAS, M. L. **Todo mundo tenta, mas ninguém consegue ser Warren Buffett**. Exame.com. nov. 2013.

GRAHAM, B. **O investidor inteligente**. 4 ed. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2007.

GRUPO CONJUNTURA. **O mercado de capitais brasileiro no período 2003-2007: evolução e tendências**. 2008. 1

IBRI-DELOITTE. **Rumo à abertura de capital** – As percepções das empresas emergentes sobre os entraves e benefícios. Relatório e análises, 2013.

IPEA. **Previdência, poupança e crescimento econômico: interações e perspectivas**. Rio de Janeiro. 1998.

JAFFE, J. E.; ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W. **Administração financeira**. Corporate finance. São Paulo: Atlas, 2009.

JORDÃO, P. **Participação de estrangeiros na Bovespa bate novo recorde em março**. UOL economia. abril, 2014.

KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda** (1936). São Paulo: Nova Cultural, edição de 1996.

LIMA, L. A. **O Auge e Declínio da Hipótese dos Mercados Eficientes**. Revista de Economia Política, vol. 23, nº 4, 2003.

MEDEIROS, F. **O que houve com o Mercado de Capitais brasileiro**. InfoMoney. nov, 2013.

OLIVEIRA, M. D. B. **Introdução ao Mercado de Ações**. Rio de Janeiro, CNBV, 1984.

PINHEIRO, J. L. **Mercado de capitais**. Fundamentos e técnicas. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2014.

PINHEIRO, V.; TAKAR, T. **Bolsa divulga nova metodologia de cálculo do Ibovespa**. Valor econômico, set, 2013.

PREVIDENCIA.GOV.BR

ROCHA, A. **Mercado de Capitais Brasileiro: avanços e retrocessos**. Valor Econômico. Artigo, 2013.

VALENTE, F. S. P. F. **A relação entre investimento, poupança e taxa de juros: um panorama do debate sobre financiamento de longo prazo**. Campinas. 2007.