

COPPEAD/UFRJ

RELATÓRIO COPPEAD Nº 4

"A RELEVÂNCIA DE MERCADOS DE CAPITALIS  
EFICIENTES E REGULAÇÃO"

Ney D. Brito\*

Maio de 1977

\* Doutor em Finanças pela Graduate School of Business da Universidade de Stanford e Professor Adjunto do Programa de Administração da COPPE-Universidade Federal do Rio de Janeiro. O autor agradece os comentários de Haroldo S. Portela.

## I. INTRODUÇÃO

A importância de mercados de capitais para o desenvolvimento da atividade econômica foi discutida em trabalho anterior. Entretanto é preciso que mercados sejam eficientes no desenvolvimento das atividades necessárias ao cumprimento de seus objetivos. Mercados de capitais devem ser eficientes a três níveis: ao nível informacional, ao nível alocacional e ao nível operacional. Esses três níveis de eficiência serão caracterizados e discutidos neste trabalho. Adicionalmente o trabalho examinará a relevância de regulação para o desenvolvimento do mercado bem como a relevância de eficiência para fins regulatórios. Como algumas das proposições deste trabalho foram recentemente adotadas no mercado de capitais americano, o seu impacto sobre as operações deste mercado será brevemente examinada.

## II. EFICIÊNCIA INFORMACIONAL E ANALISTAS FINANCEIROS

Analistas financeiros representam a ponte que interliga informações e preço. A atuação do analista financeiro fundamenta-se em informações e reflete-se em preços. Se esta atuação é eficiente, as informações geradas no ambiente econômico são instantaneamente refletidas sobre preços, e mercados de capitais são ditos informacionalmente eficientes. Caso mercados de capitais sejam informacionalmente ineficientes, a contribuição social de analistas financeiros deve ser seriamente questionada.

Pareceria relevante reduzir a definição geral de mercados informacionalmente eficientes a um nível operacionalizável e testável. Para tanto é necessário delimitar um conjunto de informações disponível a analistas financeiros e que deveria estar inteiramente refletido em preços. Um conjunto de informações publicamente disponível é a série temporal de preços e rentabilidade auferidas pelos diversos títulos do mercado no passado. Em mercados informacionalmente eficientes seria impossível desenvolver estratégias de negociação baseadas em séries temporais passadas de preços que produzissem rentabilidade extraordinária. Caso tal estratégia existisse, ela seria descoberta por todos os analistas financeiros do mercado que demandariam os títulos por ela recomendados, elevando seus preços a níveis tais que qualquer rentabilidade extraordinária seria eliminada. A análise de estratégias baseadas em séries temporais de preços passados é usualmente chamada de análise técnica. Um exemplo de estratégia fundamentada em análise técnica é a chamada técnica ponto-figura. Quando argumenta-se que técnica ponto-figura oferece níveis de rentabilidade extraordinária, simultaneamente argumenta-se que os analistas financeiros do sistema são ineficientes.

Além de séries temporais de preços o conjunto de informações disponíveis publicamente inclui informações do tipo balanços, demonstrativos financeiros e outras publicações periódicas de empresas negociadas em mercados acionários, bem como informações aperiódicas publicamente disponíveis. Mercados de capitais informacionalmente eficientes devem refletir tais informações instantaneamente sobre preços. Estratégias de negociação que utilizem estas informações não devem produzir rentabilidade extraordinária. Entretanto, os esforços de antecipar estas informações antes de sua publicação podem produzir rentabilidade extraordinária. Estes esforços constituem a chamada análise fundamental e justamente por eles existirem estas informações deverão ser refletidas instantaneamente sobre

preços quando de sua publicação.

Uma das funções principais de mercados acionários é alocar recursos escassos a oportunidades de investimento, tal alocação efetuando-se através de determinação do nível de preços em mercados de capitais. Se tais preços não refletem todas as informações publicamente disponíveis, a alocação de recursos induzida por mercados de capitais não é socialmente adequada. Não será necessariamente verdade que a maior proporção de recursos esteja sendo carreada para as oportunidades de investimento mais rentáveis, sendo esta deslocação de recursos indesejável do ponto de vista de performance econômica. Mais seriamente ainda, se mercados de capitais são informacionalmente ineficientes e incapazes de refletir informações publicamente disponíveis instantaneamente sobre preços, investidores em geral necessitarão dispendir recursos na pesquisa de títulos e ativos mais adequados para fins de investimento, pesquisa esta fundamentada em informações publicamente disponíveis. Como nem todos os investidores dispõem de tempo e recursos para desenvolver uma melhor avaliação das informações publicamente disponíveis, o resultado líquido pode e deve ser a retração do mercado. Torna-se pois necessário e relevante tanto ao nível de alocação de recursos, quanto ao nível de formação e desenvolvimento do mercado acionário, que analistas financeiros atuem de modo a assegurar que mercados de capitais sejam informacionalmente eficientes.

### III. INFORMAÇÕES, RISCO E NÍVEL DE PREÇO: O CASO PRÓ-REGULAÇÃO

Supondo-se que mercados de capitais são informacionalmente eficientes, preços de títulos nele negociados são determinados pela atuação de analistas financeiros eficientes com base no fluxo de informações disponível. Quando informações relevantes não são disponíveis à comunidade financeira ou quando informações inverídicas são distribuídas à comunidade financeira, o produto final será preços distorcidos que não refletem o conjunto de informações verdadeiras que poderia estar disponível à comunidade. A alocação de recursos a oportunidades de investimento também será distorcida, tal deslocamento apresentando reflexos indesejáveis sobre a atividade econômica. Relembrando-se que mercados acionários são mercados de risco, a causa da distorção em preços motivada por informações incompletas ou inverídicas pareceria simples. Esta distorção é causada por avaliação inadequada por parte de analistas financeiros dos níveis de rentabilidade esperada e de risco associados aos diversos títulos do mercado. Informações incompletas e inverídicas aumentam o nível de risco social carregado pelo agregado dos investidores em mercados de capitais, que não surpreendentemente, demandarão maiores níveis de rentabilidade para carregar este risco adicional criado artificialmente. Como preços de títulos diminuem à medida que níveis de rentabilidade demandada se elevam, esta reação causa uma redução no nível geral de preços de títulos do mercado, que seria indesejável para captadores de recursos via mercado acionário.

Apesar do valor agregado de títulos em mercados de capitais diminuir com a existência de informações inverídicas e incompletas, agentes isolados do sistema financeiro que possuem informação privilegiada podem se beneficiar individualmente. Através de cotações de títulos em mercados, riqueza é redistribuída internamente na economia e os detentores de informação privilegiada podem redistribuir riqueza em favor próprio, realizando operações com base na informação privilegiada. Tais agentes não têm qualquer incentivo a divulgar suas informações privilegiadas, preferindo manter o público com as informações incompletas ou inverídicas. Face aos objetivos sociais, configura-se o caso favorável à intervenção estatal para a regulação do processo de geração do fluxo de informações na economia. Tal regulação tem-se mostrado necessária em diversos mercados de capitais no exterior, e certamente, pareceria ser necessária no caso brasileiro. Alguns cuidados devem ser entretanto tomados ao estabelecer o processo regulatório. Por exemplo, pareceria inadequado que o conjunto de regulações atingisse somente o setor privado da economia bra-

sileira. Como o setor estatal representa, grosseiramente, 50% de investimentos, demanda agregada e captação na economia brasileira, pareceria extremamente importante que o fluxo de informações gerado pelo setor público também fosse regulado. Finalmente, cabe lembrar que qualquer esforço regulatório necessita fundamentar-se em analistas financeiros eficientes, isto é, para que a regulação de fluxo de informações tenha sentido, o mercado de capitais deve ser informacionalmente eficiente. Se o conjunto de analistas financeiros não reflete informações instantaneamente sobre preços, pode-se questionar qualquer esforço regulatório relativo a fluxo de informações.

## IV. ESTRUTURA DE TÍTULOS E EFICIÊNCIA ALOCACIONAL DE MERCADOS DE CAPITAIS

Em mercados de capitais é feito o balanceamento de poupança e investimento na economia. De um lado temos poupadores alocando sua poupança em títulos e ativos do mercado e compondo suas carteiras de investimento. Do outro lado temos investidores arrecadando os recursos obtidos através da colocação de títulos e aplicando-os em seus programas de investimento. Entre estas duas partes encontra-se a intermediação financeira e o mercado de capitais do sistema econômico. Esta intermediação financeira precisa ser criativa, desenvolvendo títulos que melhor atendam à demanda de poupadores e que possam ser adequadamente servidos pelos investidores. À medida que novos títulos são criados no sistema econômico, poupadores têm maior flexibilidade na composição de suas carteiras de investimentos, que podem tornar-se mais adequadas às suas preferências para alocação de recursos e oportunidades de consumo ao longo do tempo. Esta melhor adequação de títulos a preferências pode, e em geral resulta, em um crescimento da poupança agregada com reflexos positivos sobre níveis de taxas de juros e investimento.

Um exemplo brasileiro de intermediação financeira eficiente foi o desenvolvimento do mercado de cartas de recompra. Por não se especializarem em risco, gerentes financeiros de empresas do setor real demandam uma rentabilidade certa para a aplicação de seus eventuais excessos de caixa. Agentes do sistema financeiro se especializam, e, a um certo preço, aceitam o risco de variação de cotações de títulos no mercado financeiro e oferecem uma rentabilidade certa aos gerentes financeiros do setor real. Esta habilidade da intermediação financeira em desenvolver títulos que permitam uma melhor alocação de poupança a investimento na economia é usualmente denominada eficiência alocacional de mercados de capitais. Sua importância para o desenvolvimento das atividades do sistema econômico deve ser clara.

Caberia lembrar que opções são títulos cujo lançamento tem sido bem sucedido em outros mercados de capitais por atenderem a uma demanda potencial de investidores mais sofisticados. Opções podem ser de compra ou de venda e constituem direitos de compra ou de venda de uma determinada ação a um preço especificado em contrato, durante ou ao final de um prazo também estipulado no contrato. A existência de opções em mercados de capitais permite que investidores melhor se especializem em estratégias de investimentos baseadas em variações do nível de preços de títulos do mercado. Tais títulos permitem estratégias de investimento mais sofisticadas, o que sugere que sua existência torne as alocações induzidas pelo mercado mais eficientes.

Os benefícios da criação de novos títulos sã serão auferidos se analistas financeiros forem capazes de cotar novos títulos adequadamente. Um exemplo interessante seria o caso de opções. Pode ser mostrado que o preço de uma ação, o preço de uma opção sobre esta ação e o nível de taxas de juros na economia não podem ser independentemente determinados. Eles devem satisfazer aproximadamente as relações conhecidas. Analistas financeiros devem ser informacionalmente eficientes refletindo tais relações sobre preços dos títulos. Caso contrário, a criatividade da intermediação financeira não se refletirá em melhores alocações do sistema, pois preços não são adequadamente determinados. A relevância de eficiência informacional de mercados de capitais para sua eficiência alocacional deve ser evidente.



## V. INTERMEDIÇÃO; COMPETITIVIDADE E EFICIÊNCIA OPERACIONAL DE MERCADOS DE CAPITAIS

O processo de intermediação financeira envolve custos e consome recursos escassos. Uma instituição financeira ao participar de uma transação envolvendo títulos desenvolve duas atividades: a primeira consiste em assessorar o seu cliente na transação, e a segunda consiste em determinar a circulação dos títulos no mercado. Na terminologia do mercado, a primeira das atividades é denominada atividade de pesquisa e a segunda, atividade de circulação. As duas atividades da instituição financeira devem ser desenvolvidas da forma mais eficiente possível, ou seja, mercados de capitais devem ser operacionalmente eficientes. Um dos mais importantes resultados de teoria econômica é a derivação de que as alocações induzidas em mercados competitivos são eficientes. A competição traz ao mercado disciplina à medida que agentes ineficientes são deslocados e os agentes eficientes obtêm maior rentabilidade de operações. À medida que oligopólios conseguem operacionalizar cartéis e reduzir o nível de competitividade em mercados, deve-se esperar uma queda de eficiência no sistema econômico.

O conjunto de preços e comissões cobradas por corretoras por seus serviços junto ao mercado acionário é fixo e idêntico para todas as corretoras. Serviços de operações junto ao mercado acionário são pois cartelizados, o que sugere que mercados brasileiros não sejam operacionalmente eficientes. Pareceria pois importante que a tabela de comissões fixas prevalescente no mercado acionário brasileiro fosse eliminada, deixando o nível de preços pelos serviços de corretoras serem determinados pelas forças competitivas e sujeitas à disciplina do mercado.

Como o mercado americano passou recentemente pela transição de um sistema de comissões de corretagem fixa para um sistema de comissões competitivas de corretagem, pareceria interessante examinar esta experiência. Até maio de 1975, comissões de corretagem, na principal bolsa de valores americana (Bolsa de Nova Iorque), eram fixas e idênticas para todos os membros da bolsa. No período imediatamente anterior a maio de 1975, indivíduos e instituições que demandavam serviços de corretoras vinculadas à Bolsa de Nova Iorque perceberam que o nível de preço fixado era elevado para os serviços que recebiam. Como usualmente acontece em tal conjuntura, esses indivíduos e instituições, bem como algumas corretoras, organizaram um mercado paralelo (com liquidações feitas fora da Bolsa de Nova Iorque) onde os mesmos serviços eram oferecidos a níveis de preço substancialmente mais baixo. Em alguns casos, corretoras não vinculadas à Bolsa de Nova Iorque ofereciam

descontos bastante elevados, mas concentravam seus serviços apenas em atividades de circulação e execução, não desempenhando quaisquer atividades de pesquisa. Tais mercados paralelos ficaram conhecidos como o Terceiro Mercado, cujo volume de negociações elevou-se substancialmente no princípio da década de 1970. As pressões exercidas pelo sistema legislativo e judiciário americano, bem como a viabilização das operações do terceiro mercado a níveis de preço substancialmente inferiores aos preços fixados pela Bolsa de Nova Iorque, forçou a comissão de valores mobiliários americana a tornar ilegais quaisquer sistemas de comissões fixas determinados por bolsas de valores para seus membros e a restaurar a plena competitividade em preços no setor acionário do mercado americano. Apesar da reação forte e contrária das corretoras da Bolsa de Nova Iorque à determinação da comissão de valores mobiliários americana de que comissões seriam competitivas a partir de maio de 1975, os impactos da modificação foram pequenos. O mercado acionário não perdeu liquidez e o volume de atividades de pesquisa não parece ter sido reduzido. A única modificação significativa que ocorreu no mercado foi uma redução substancial no nível de comissões cobradas por corretoras vinculadas ao sistema acionário. Ao final de 1975 o nível médio de descontos relativo ao período de comissões fixas era de 29,5%. Entretanto esta queda significativa em níveis de comissão de corretagem aparentemente fortaleceu a demanda por serviços junto a corretoras e fortaleceu o próprio mercado acionário americano, de modo que o volume agregado de comissões ao final de 1975 manteve-se estável nos níveis de 1974. A evidência sugere que mercados acionários americanos não eram operacionalmente eficientes até maio de 1975. A partir desta data, a disciplina do mercado reduziu as comissões a nível competitivo, fortalecendo a demanda por serviços de corretoras e o próprio mercado. Esta maior eficiência foi atingida a um certo custo, algumas corretoras não competitivas sendo forçadas a sair do mercado e aparecendo, de uma maneira geral, uma tendência de fusão e consolidação de serviços de corretoras. Isto é consistente com a reorganização de modo a desempenhar as atividades de pesquisa e circulação de forma mais racional, tornando o mercado operacionalmente mais eficiente.

## VI. CONCLUSÕES

Para cumprir seus importantes objetivos econômicos, os mercados de capitais precisam ser eficientes. Os analistas financeiros vinculados ao mercado devem ser capazes de processar informações e refleti-las instantaneamente sobre preços, tornando o mercado de capitais informacionalmente eficiente. O mercado precisa ser suficientemente criativo para oferecer e negociar títulos que melhor correspondam à demanda de poupadores e investidores, sendo alocacionalmente eficiente. As operações e atividades desenvolvidas pelas unidades vinculadas ao mercado precisam desenvolver-se eficientemente, ou seja, o mercado precisa ser operacionalmente eficiente.

Modificações que venham trazer maior competitividade entre os agentes (corretoras) vinculados ao sistema acionário pareceriam ser necessárias para aumentar a eficiência de atuação do mercado acionário. Adicionalmente é necessário regular o fluxo de informações que chega ao mercado de modo a torná-lo mais adequado e de modo a eliminar informações inverídicas que permitam a grupos e indivíduos redistribuir riqueza em benefício próprio. Finalmente é preciso não esquecer que o fluxo de informações geradas pelo setor público também deve ser regulado. Qualquer esforço regulatório restrito ao setor privado será assimétrico e limitado.