

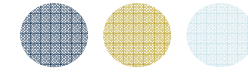
ESTUDOS CMVM
N.º3 2009

O PERFIL
DO INVESTIDOR PARTICULAR
PORTUGUÊS



CMVM

Outubro 2009



ÍNDICE

1.	Introdução	4
2.	Amostra e Metodologia	5
3.	Caracterização Socioeconómica e Evolução Temporal do Perfil do Investidor	8
	3.1 Caracterização Socioeconómica	8
	3.2 Evolução Temporal do Perfil do Investidor.....	13
4.	Modelo e Especificação das Variáveis	15
5.	Resultados	16
6.	Conclusões	19



1. INTRODUÇÃO

Em complemento dos tradicionais depósitos a prazo e certificados de aforro, menos de 10 por cento das famílias portuguesas possuem outros produtos financeiros tais como acções, obrigações, unidade de participação em fundos de investimento, produtos estruturados e derivados ou ainda fundos e planos de poupança reforma. Esta é uma das conclusões do inquérito conduzido pela CMVM junto de 15.149 famílias residentes em Portugal em localidades com mais de 100 habitantes, através de entrevista pessoal na residência dos inquiridos.

Apesar de não restarem dúvidas relativamente à importância das decisões de investimento das famílias, ainda pouco se sabe sobre os factores que as influenciam dada a escassez de estudos nesta área. Esta questão é tanto mais relevante quando se pretende estudar os factores que determinam e condicionam o perfil do investidor particular português em valores mobiliários. A CMVM divulgou em Maio de 2001 os resultados do segundo inquérito ao perfil do investidor português.¹ Uma das principais conclusões desse inquérito é a de que o investidor particular português em valores mobiliários não estava suficientemente informado sobre o mercado e os seus produtos. Por outro lado, o investidor manifestava algum desconhecimento relativamente aos riscos do mercado e muitos não investidores encaravam a possibilidade de, no futuro, investir no mercado de valores mobiliários. Estes resultados levantam algumas preocupações sobre a fundamentação das decisões de investimento das famílias portuguesas, matéria que tem merecido a atenção da CMVM.

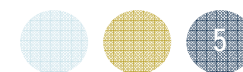
Quando se analisa a taxa de participação no mercado accionista no contexto Europeu, verifica-se que, em 2007, 14% da capitalização accionista era detida pelo grupo “particulares/famílias”, com os “investidores estrangeiros” e as “empresas financeiras privadas”² a deter 37% e 27%, respectivamente, da capitalização accionista na Europa. Estes resultados fazem parte de um estudo levado a cabo pela *Federation of European Securities Exchange (FESE)*³, segundo o qual em Portugal 9,9% do valor de mercado das empresas era detido por particulares/famílias, valor claramente inferior ao registado em Espanha (20,1%), na Itália (26,6%) e mesmo na Grécia (19,4%), países que também têm por denominador comum o sector bancário como principal fonte de financiamento. Adicionalmente, ainda segundo a FESE, quando se comparam os valores apresentados para Portugal com os de um país que assenta num forte mercado de capitais (*market based system*), por exemplo o Reino Unido, constata-se que neste caso o grupo particulares/famílias também detinha uma percentagem mais elevada da respectiva capitalização accionista do que o verificado em Portugal. Igualmente relevante é a diminuição acentuada da percentagem de investidores particulares/famílias no mercado de valores

¹ Perfil do Investidor Particular Português em Valores Mobiliários, Maio de 2001, disponível em www.cmvm.pt.

² Entre as empresas financeiras privadas encontram-se os fundos de pensões, as companhias de seguros e os bancos comerciais.

³ Share Ownership Structure in Europe, Federation of European Securities Exchanges, Dezembro 2008.





mobiliários portugueses entre 1998 e 2006 de 14,5% para 9,2%, apesar de, neste período, ter aumentado o conhecimento do funcionamento dos mercados financeiros.⁴ Assim, o efeito negativo provocado pelo abrandamento do ritmo de privatizações parece ter mais do que compensado aquele outro factor. Por último, é latente a forte componente de investidores estrangeiros no mercado accionista português: em finais de 2007, 44,8 % do valor do mercado accionista era detido por investidores estrangeiros, o que era um valor superior à média europeia (37%).⁵

O principal objectivo deste estudo é o de caracterizar o perfil do investidor particular português em valores mobiliários, centrando a análise em factores socioeconómicos. Os resultados obtidos podem ser sumariados do seguinte modo. Em primeiro lugar, a participação no mercado de valores mobiliários está directamente relacionada com o nível de rendimento do agregado familiar na medida em que níveis de rendimento mais elevados condicionam positivamente a probabilidade do agregado familiar investir as suas poupanças em produtos transaccionados naquele mercado. Em segundo lugar, um aumento do nível de escolaridade e uma profissão/ocupação mais qualificada têm um efeito positivo na propensão para ser investidor. Conclui-se também que a relação entre o escalão etário e a probabilidade de ser investidor pode ser descrita através da forma de U invertido, sendo no escalão dos 45-64 anos que se encontram mais famílias detentoras de investimentos financeiros. Finalmente, a região de residência é um factor relevante na participação no mercado de valores mobiliários e os homens mais propensos a deter investimentos financeiros do que as mulheres.

Este texto encontra-se organizado da seguinte forma. Na segunda secção apresenta-se a metodologia de selecção da amostra. Na terceira secção são apresentadas as estatísticas preliminares das características socioeconómicas analisadas e a evolução temporal do perfil do investidor (entre o inquérito efectuado em 2000 e o presente inquérito). A quarta secção é dedicada à apresentação do modelo utilizado e da respectiva especificação das variáveis. Os resultados obtidos encontram-se na secção 5. Por último, as principais conclusões encontram-se sumariadas na secção 6.

2. AMOSTRA E METODOLOGIA

O inquérito que serviu de base a este estudo foi conduzido entre 23 de Janeiro e 23 de Abril de 2006, junto do universo das famílias residentes em Portugal Continental e nas Regiões Autónomas dos Açores e da Madeira em localidades com mais de 100 habitantes, através de entrevista directa na residência dos inquiridos. Os inquiridos foram os indivíduos responsáveis ou co-responsáveis pelas decisões de investimento no seio do agregado familiar. A amostra foi obtida de forma aleatória através do processo de passeio aleatório (*random route*). A sua dimensão é de 15.149 famílias, tendo

⁴ Fontes: 1º Inquérito ao Perfil do Investidor Particular Português em Valores Mobiliários, 1999, disponível em www.cmvm.pt, e resultados do presente inquérito.

⁵ Fonte: Share Ownership Structure in Europe, Federation of European Securities Exchanges, Dezembro 2008.



sido reequilibrada de acordo com as matrizes de região por habitat relativa à distribuição, por estas variáveis, das 3.650.757 famílias apuradas pelo Instituto Nacional de Estatística (INE) no Censo de 2001 à população portuguesa. Os coeficientes de reequilibragem amostral são praticamente todos iguais à unidade (Quadro 1), o que revela a proporcionalidade da amostra em relação aos dados do referido Censo do INE.

QUADRO 1 – Coeficientes de Reequilibragem por Regiões

O quadro apresenta a reequilibragem da amostra de acordo com as matrizes de região por habitat relativa à distribuição das 3 650 757 famílias apuradas pelo INE quando do último Censos [2001] à população portuguesa.

Coeficientes de Reequilibragem	Grande Lisboa	Grande Porto	Litoral Norte	Litoral Centro Sul	Interior Norte	Interior Sul	Regiões Autónomas
Até 500 habitantes	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Entre 501 e 5000	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Entre 5001 e 30 000	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1
Mais de 30 000	1,0	0,9	1,0	0,9	1,0	1,0	1,0

Tendo-se identificado se o inquirido era decisor ou co-decisor dos investimentos no agregado familiar, foi questionado sobre os activos que o agregado familiar detinha em carteira. Numa primeira fase a resposta do inquirido foi dada sem qualquer sugestão do entrevistador sendo, por conseguinte, totalmente espontânea. Os activos financeiros foram agrupados em dez categorias: Depósitos a Prazo (DP), Certificados de Aforro (CA), Obrigações do Tesouro (OT), Acções (Ac), Planos ou Fundos de Poupança Reforma (PPR), Obrigações (Ob), Unidades de Participação em Fundos de Investimento (UP), Títulos de Participação (TP), Produtos Estruturados (Est) e outros Derivados (Der). Todos os activos das categorias anteriormente definidas que não foram mencionados espontaneamente foram, numa segunda fase, indicados ao inquirido de forma a permitir identificar a existência de alguns desses activos na respectiva carteira de investimentos.

Dos 15.149 inquiridos, 4.022 (26,5%) são investidores, ou seja, possuíam pelo menos um dos dez activos financeiros indicados anteriormente. Dos 4.022 investidores, 3.415 identificaram espontaneamente todos os activos financeiros que possuíam, 3.660 identificaram mais activos espontaneamente do que não espontaneamente e 362 não identificaram espontaneamente nenhum activo financeiro da respectiva carteira.

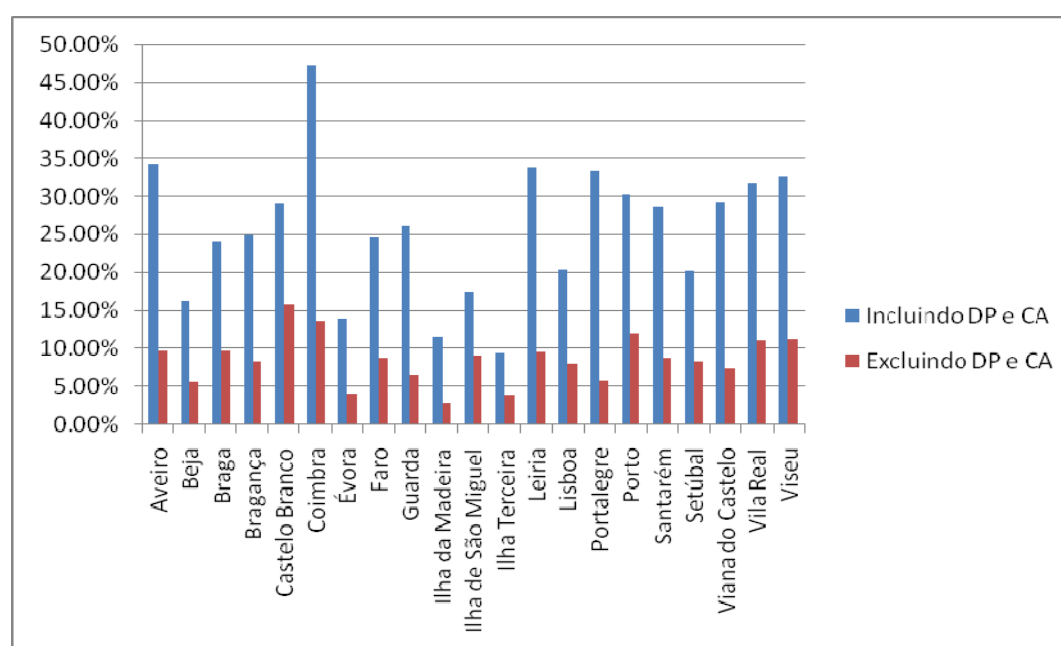
A caracterização anterior fez uso de uma definição lata do conceito de investidor, dado que, para ser classificado como tal, o agregado familiar apenas precisava de possuir em carteira um dos dez activos apresentados anteriormente. No entanto, se restringirmos o conceito de investidor apenas ao

agregado familiar que detém um ou mais dos activos financeiros de entre acções, obrigações (do Tesouro ou privadas), unidades de participação em fundos de investimento, títulos de participação, planos ou fundos de poupança reforma, produtos estruturados e derivados excluindo, assim, aqueles que apenas possuem depósitos a prazo e/ou certificados de aforro, o número de investidores reduz-se para 1.397. Este número representa uma taxa de penetração da ordem dos 9,22%, inferior aos 10,34% obtidos no 2º inquérito. Assim, 65,27% dos 4.022 investidores considerados inicialmente possuem apenas depósitos a prazo e/ou certificados de aforro. Estes dois activos financeiros encontram-se, de facto, generalizados nas carteiras das famílias. São activos tradicionais, com menor risco, e que não exigem elevados conhecimentos por parte dos investidores, sendo geralmente subscritos por agregados nos escalões etários mais elevados e com menores habilitações académicas.

A Figura 1 apresenta a distribuição dos investidores por distrito, tendo em conta as duas definições apresentadas. No caso em que se consideram os 4.022 investidores, os valores oscilam entre mínimos na Ilha Terceira e na Ilha da Madeira (9,26% e 11,48%, respectivamente) e máximos para Coimbra, Aveiro e Leiria (47,19%, 34,22% e 33,73%, respectivamente) sendo que, em média, um em cada quatro inquiridos é investidor. Os distritos de Coimbra, Aveiro, Leiria, Portalegre, Viseu, Vila Real e Porto apresentam valores acima dos 30%, e nos distritos da Ilha de São Miguel, Beja, Évora, Ilha da Madeira e da Ilha Terceira a percentagem de investidores é inferior a 20%. Excluindo os investidores que apenas detêm certificados de aforro e depósitos a prazo (base 1.397 investidores), verifica-se que existem mais investidores nos distritos de Castelo Branco (15,67%), Coimbra (13,56%) e Porto (11,77%) e menos nas ilhas Terceira e da Madeira (3,70% e 2,62%, respectivamente).

FIGURA 1 – Investidores por Distrito (em percentagem)

O gráfico reporta o número de investidores em percentagem do número de inquiridos por Distrito, incluindo e excluindo aqueles que apenas possuem depósitos a prazo (DP) e/ou certificados de aforro (CA).



3. CARACTERIZAÇÃO SOCIOECONÓMICA E EVOLUÇÃO TEMPORAL DO PERFIL DO INVESTIDOR

3.1 Caracterização Socioeconómica

As características socioeconómicas do indivíduo/agregado familiar podem ser determinantes na propensão para ser (ou não) investidor. Nesta secção identificam-se alguns dos factores (nomeadamente, o escalão etário, a escolaridade, a profissão e o rendimento mensal do agregado familiar) que podem influenciar a probabilidade de ser investidor. Os resultados obtidos encontram-se apresentados na Figura 2 e dizem respeito à percentagem de indivíduos/agregados familiares que possuem produtos financeiros distintos de depósitos a prazo e/ou certificados de aforro.

Em termos de idade (Painel A), é no escalão “maiores de 45 e menores de 64 anos” que se encontra a maior percentagem de investidores, observando-se uma relação de U invertido entre o escalão de idades e aquela percentagem. No que diz respeito ao nível de escolaridade do inquirido (Painel B), a percentagem de investidores aumenta para os níveis de escolaridade mais elevados (31,50% se o inquirido tem formação média ou superior, por contraposição a 5,13% se apenas possui o 4º ano de escolaridade, ou menos).

Também a profissão tem influência na detenção de activos financeiros. A percentagem de investidores que são Empresários/Quadros Superiores e Profissionais Liberais é cerca de 9 vezes superior quando comparada com a relativa a trabalhadores não qualificados (Painel C). A relação entre estas duas variáveis é em tudo semelhante à verificada com o nível de rendimento do agregado familiar: agregados familiares de maiores rendimentos são mais propensos a ser investidores (Painel D). No entanto, no escalão de rendimento mensal mais elevado (acima dos EUR 4000) assiste-se a uma redução do número de investidores em percentagem do número de inquiridos. Esta redução é parcialmente explicada pelo facto de estes investidores terem em geral maiores agregados familiares, o que origina rendimentos *per capita* mais reduzidos.



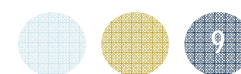
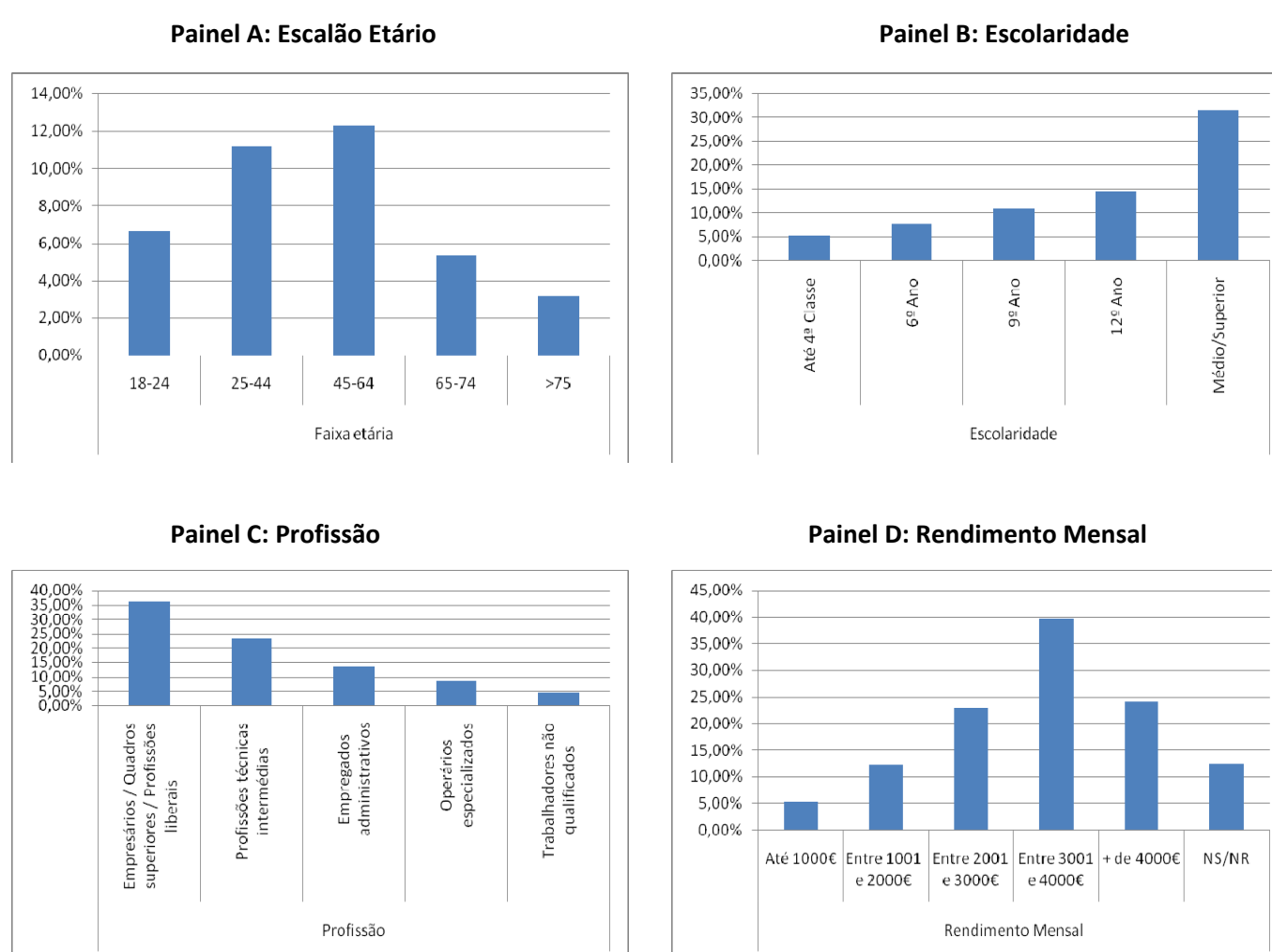


FIGURA 2 – Caracterização Socioeconómica dos Investidores (em percentagem)

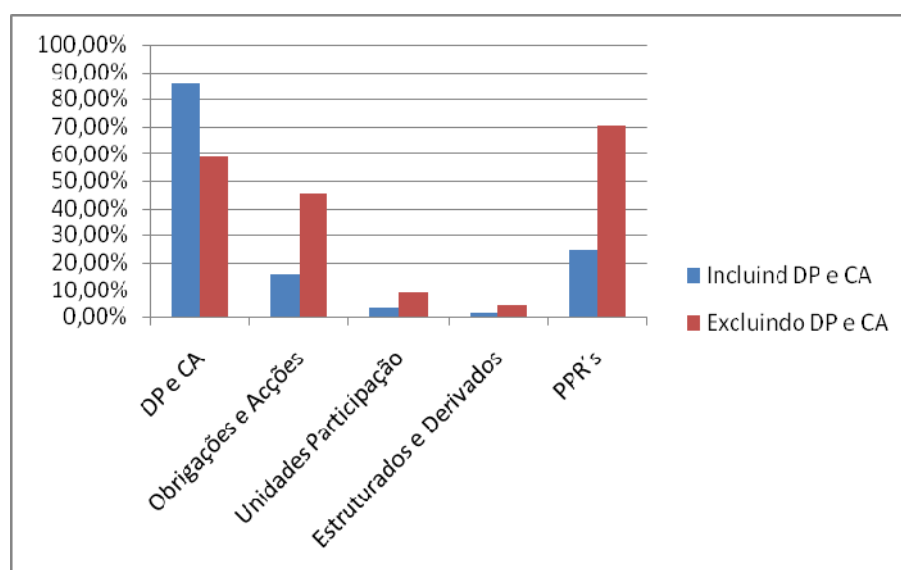
Os gráficos reportam o número de investidores em percentagem do número de inquiridos, por característica socioeconómica, que possuem produtos financeiros diversos de depósitos a prazo e/ou certificados de aforro.



Outro aspecto importante a merecer análise é o relativo aos tipos de activos financeiros que são mais frequentemente detidos pelos investidores particulares portugueses. Partindo de duas sub-amostras (ver Figura 3), a primeira em que se identificam todos os agregados familiares com, pelo menos, um activo financeiro do elenco apresentado anteriormente (4.022 agregados familiares) e uma outra onde se excluem os agregados familiares que apenas detêm depósitos a prazo e/ou certificados de aforro (1.397 agregados familiares), ressalta a elevada percentagem de famílias detentoras de depósitos a prazo e/ou certificados de aforro (85,75% e 58,70%, respectivamente). Por outro lado, existe uma razoável percentagem de agregados familiares que possuem acções e/ou obrigações (15,78% e 45,38%, respectivamente). Finalmente, é de referir a elevada percentagem de famílias detentoras de PPR (24,41% e 70,22%, respectivamente), bem como a reduzida adesão às unidades de participação em fundos de investimento.

FIGURA 3 – Investidores e Tipos de Activos Financeiros

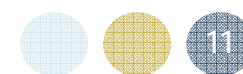
O gráfico apresenta a percentagem de investidores que possuem os diferentes tipos de activos financeiros, incluindo e excluindo aqueles que apenas possuem depósitos a prazo (DP) e/ou certificados de aforro (CA).



No Quadro 2 apresenta-se a taxa de detenção dos vários tipos de activos financeiros por escalão etário, nível de escolaridade, actividade, profissão e rendimento mensal, para as duas sub-amostras anteriormente definidas. Os principais resultados encontram-se sumariados nos próximos parágrafos.

Escalão Etário: Quando se retiram da amostra as famílias que apenas investem em DP e CA, que claramente contribuem para os valores generalizadamente elevados da proporção de investidores que detêm estes dois activos, conclui-se que é no escalão dos 25-44 anos que existem mais investidores que detêm os tradicionais depósitos a prazo e certificados de aforro. No entanto, mais de metade das famílias em qualquer dos escalões analisados investem em DP e CA e mais de dois em cada três investidores têm PPR's. No que respeita ao investimento em acções e obrigações, apenas no primeiro escalão etário (18-24 anos) mais de metade dos investidores detêm estes activos, havendo diminuição desta percentagem para idades mais elevadas. É de notar, ainda, a elevada percentagem de inquiridos situados no escalão 18-24 anos que indicam ser o agregado familiar possuidor de Unidades de Participação (9,38%) e Produtos Estruturados e Derivados (7,81%), sendo, no segundo caso, a proporção maior de investimento de todos os escalões etários.

Escolaridade: Quanto ao nível de escolaridade do investidor, verifica-se que este se apresenta como um factor importante nos tipos de activos financeiros detidos. Assim, os resultados mostram que uma formação académica mais elevada indicia uma maior propensão para possuir acções/obrigações



em carteira, assim como unidades de participação e produtos estruturados e derivados. É igualmente interessante notar que na sub-amostra mais restrita de investidores a detenção dos tradicionais depósitos a prazo e certificados de aforro também aumenta com o nível de escolaridade, atingindo uns elevados 74,05% no caso dos inquiridos com curso médio ou superior. Já no caso dos PPR's, os resultados não evidenciam alterações importantes consoante o nível de formação académica do inquirido.

Actividade: Considerando a definição mais lata de investidor, os tipos de activos financeiros em que o agregado familiar mais investe, independentemente da actividade do inquirido, são os DP e os CA. Os investidores que exercem uma actividade são aqueles que investem mais em todos os tipos de activos financeiros com excepção dos depósitos a prazo e dos certificados de aforro, sendo as “domésticas” quem investe menos. Excluindo os investidores que apenas investem em DP e/ou CA, os PPR's são o tipo de activo financeiro mais detido pelas famílias. O agregado familiar dos “estudantes” destaca-se no investimento em depósitos a prazo e certificados de aforro, acções e obrigações e PPR's.

Profissão: A profissão do inquirido influencia a composição da carteira do agregado familiar. Com efeito, existe uma relação positiva entre a percentagem de investidores que investem mais em cada tipo de activo financeiro e as profissões mais qualificadas (e tendencialmente mais bem remuneradas), com excepção dos PPR's.

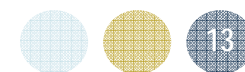
Rendimento Mensal: O rendimento mensal do agregado familiar é um factor determinante na selecção do tipo de activos financeiros. Excluindo os investidores que apenas possuem depósitos a prazo e/ou certificados de aforro na sua carteira, conclui-se que 86,67% dos agregados familiares com um rendimento mensal superior a EUR 4.000 possuem acções e/ou obrigações, 26,67% possuem unidades de participação em fundos de investimento e 6,67% possuem produtos estruturados e derivados. Famílias com um escalão de rendimento mais elevado investem mais em acções e obrigações enquanto que agregados familiares com escalões de rendimento mais baixo investem mais em PPR's. Note-se, ainda, a elevada percentagem de famílias do escalão de rendimento mais elevado que detêm PPR's.



QUADRO 2 – Detenção de Valores Mobiliários (em percentagem)

O quadro apresenta a percentagem de investidores que possuem os diferentes tipos de activos financeiros, incluindo e excluindo aqueles que apenas possuem depósitos a prazo (DP) e/ou certificados de aforro (CA), por característica socioeconómica.

Escalação Etário	DP e CA		Obrigações e Acções		Unidades de Participação		Estruturados e Derivados		PPR's	
	incluindo DP e CA	excluindo DP e CA	incluindo DP e CA	excluindo DP e CA	incluindo DP e CA	excluindo DP e CA	incluindo DP e CA	excluindo DP e CA	incluindo DP e CA	excluindo DP e CA
	(em percentagem)	(em percentagem)	(em percentagem)	(em percentagem)	(em percentagem)	(em percentagem)	(em percentagem)	(em percentagem)	(em percentagem)	(em percentagem)
18-24	86.43	53.13	16.74	57.81	2.71	9.38	2.26	7.81	16.29	68.98
25-44	86.78	62.07	17.02	48.85	4.14	11.88	1.87	5.36	23.23	70.96
45-64	83.03	57.21	16.97	42.79	2.76	6.97	1.32	3.32	29.41	66.26
65-74	87.45	57.52	12.93	43.79	1.74	5.88	0.97	3.27	20.85	75.8
>75	90.19	52.73	6.42	30.91	1.13	5.45	0.75	3.64	15.85	68.67
Escolaridade										
Até à 4ª classe	86.74	49.88	9.82	37.12	1.31	4.96	0.75	2.84	19.32	73.05
6º ano	86.59	54.79	11.38	38.36	1.63	5.48	1.42	4.79	20.73	69.86
9º ano	85.49	57.47	13.73	40.27	2.62	7.69	1.39	4.07	24.38	71.49
12º ano	82.42	56.06	19.39	48.48	3.94	9.85	1.36	3.41	26.97	67.42
Médio/ Superior	85.71	74.05	32.74	59.48	8.03	14.58	3.71	6.71	37.56	68.22
Actividade										
Tem trabalho	85.07	60.37	17.44	46.29	3.76	9.99	1.78	4.73	26.59	70.57
Não tem trabalho	85.28	57.97	17.26	49.28	3.05	8.7	0.51	1.45	22.84	65.22
Estudante	91.89	72.73	16.22	54.55	1.35	4.55	1.35	4.55	21.62	72.73
Doméstica	88.22	53.95	11.11	43.42	1.35	5.26	1.35	5.26	17.17	67.11
Reformado	89.01	53.85	12.61	41.47	1.83	6.02	1.02	3.34	21.57	70.9
Profissão										
Empresários/Quadros Superiores/Profissões Liberais	82.28	70.05	37.34	63.1	9.49	16.04	3.48	5.88	40.82	68.98
Profissões técnicas intermédias	85.09	67.33	24.4	53.47	4.52	9.9	1.96	4.29	32.38	70.96
Empregados administrativos	83.11	59.26	19.11	46.09	2.9	7	1.54	3.7	27.47	66.26
Operários especializados	84.27	53.02	11.08	33.1	2.03	6.05	1.07	3.2	25.39	75.8
Trabalhadores não qualificados	88.19	50.13	9.21	38.9	1.73	7.31	1.11	4.7	16.26	68.67
Rendimento Mensal										
Até 1000€/mês	86.54	49.9	10.53	39.18	1.77	6.6	1.67	4.54	19.72	73.4
Entre 1001 e 2000€/mês	85.27	59.93	15.37	41.83	3.29	8.96	1.23	3.34	25.78	70.12
Entre 2001 e 3000€/mês	85.04	69.84	27.36	55.16	4.53	9.13	2.17	4.37	34.45	69.44
Entre 3001 e 4000€/mês	81.51	69.86	44.54	72.6	10.08	16.44	5.88	9.59	31.93	52.05
Mais de 4000€/mês	84.85	66.67	39.39	86.67	12.12	26.67	3.03	6.67	33.33	73.33



3.2 Evolução Temporal do Perfil do Investidor

Esta secção analisa a evolução do perfil do investidor particular português entre 2000 e 2006, utilizando como base de comparação os resultados do segundo inquérito ao perfil do investidor. A dimensão da amostra foi bastante similar nos dois inquéritos (15.039 inquiridos em 2000 e 15.149 em 2006). Refira-se, no entanto, que as metodologias de selecção destas amostras não foram exactamente iguais nos dois inquéritos, pelo que se recomenda alguma prudência na comparação dos resultados.

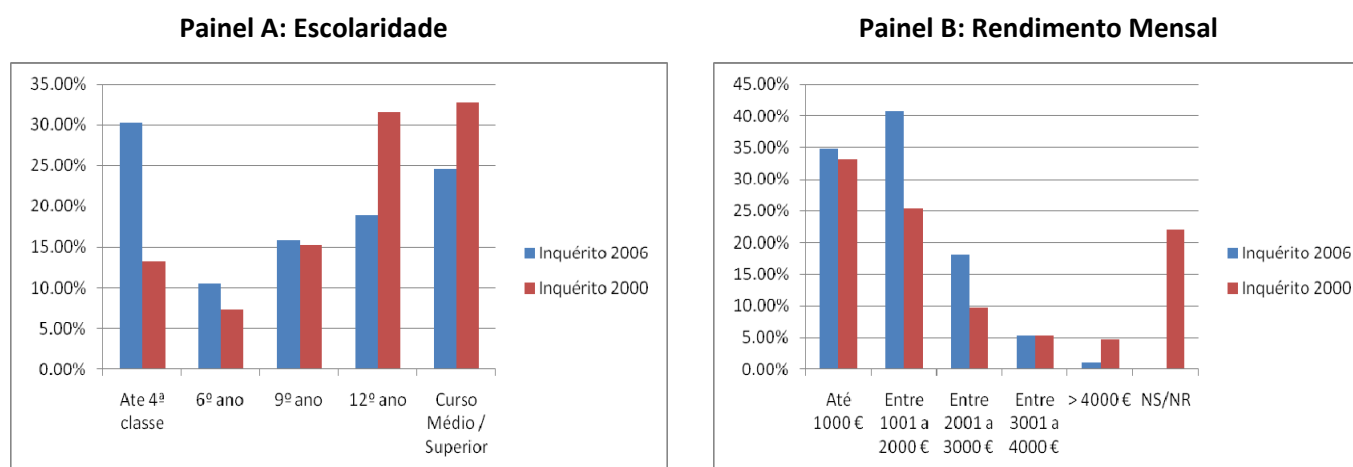
Na Figura 4 é efectuada uma comparação das principais características socioeconómicas dos investidores⁶ nos dois inquéritos. Em 2000, a formação média dos investidores inquiridos era mais elevada. Tal é particularmente visível no que diz respeito às habilitações académicas mais baixas (até à 4ª classe). De facto, em 2000 a percentagem de investidores com até 4 anos de escolaridade era de 13,2% e em 2006 essa percentagem aumentou para 30,3%. Em termos do rendimento mensal do agregado familiar, existem igualmente diferenças significativas entre os dois inquéritos. No inquérito de 2006, um número negligenciável de entrevistados “não sabe” ou “não responde” sobre o rendimento mensal do agregado familiar. Esse valor é bastante elevado no inquérito de 2000 (22%). Esta diferença poderá dever-se, por um lado, à omissão voluntária da sua divulgação, ou, por outro (e talvez mais importante), pelo facto da questão em 2000 ter sido colocada em termos de rendimento anual, o que poderá ter criado dificuldades na estimação imediata do mesmo, acabando o inquirido por não responder à questão colocada.⁷ Como sabemos, em Portugal, ao contrário de outros países, a abordagem salarial e o rendimento do agregado são efectuados numa base mensal e não anual. Por último, em relação à actividade profissional do inquirido, no inquérito de 2000 a maior parte dos investidores eram maioritariamente empresários/quadros superiores/profissionais liberais (45,4%). No inquérito de 2006 as categorias profissionais estão mais repartidas na amostra, sendo a maior percentagem de investidores trabalhadores não qualificados (27,4%).

⁶ É usada a definição mais restrita de investidor, que exclui os agregados familiares que apenas possuem depósitos a prazo e/ou certificados de aforro. Assim, é efectuada a comparação dos 1397 investidores do presente inquérito com os 1555 do inquérito de 2000.

⁷ Os escalões de rendimento no inquérito de 2000 eram denominados em escudos, existindo algumas diferenças entre os dois inquéritos no que respeita à definição dos escalões de rendimento.

FIGURA 4 – Evolução do Perfil do Investidor

Os gráficos abaixo apresentam a comparação dos dois inquéritos (2000 e 2006) em termos da Escolaridade, Rendimento e Profissão do grupo de inquiridos investidores.



O investidor português tipo no inquérito de 2000 era do sexo masculino, tinha entre os 25 e 44 anos, concluiu, pelo menos, o ensino secundário, auferia até 5000 contos por ano (cerca de EUR 1800/mês), sendo patrão/proprietário ou profissional liberal e vivia no Litoral Norte ou na Grande Lisboa. No inquérito de 2006, o investidor tipo é igualmente homem, tem entre 45 e 64 anos, auferia até EUR 2000 mensais. Em termos de escolaridade, verifica-se um grande crescimento dos investidores com menores qualificações (até ao 4º ano de escolaridade)⁸, sendo no entanto maior a percentagem de investidores que tem pelo menos o 12º ano concluído. Tendo em conta a região onde o investidor reside, no inquérito de 2006 os investidores não se encontram tão concentrados na Grande Lisboa e no Litoral Norte.⁹ De facto, verifica-se que a Grande Lisboa e o Grande Porto apresentam percentagens superiores a 20%, o Litoral Centro e o Interior Norte possuem mais de 10% dos investidores da amostra, o Litoral Norte e o Interior Sul entre os 7% e os 9% e nos Açores e na Madeira encontram-se menos de 2% dos investidores.

⁸ A que não é alheio o facto de se terem inquirido mais pessoas com esta característica.

⁹ 50% dos investidores no inquérito de 2000 residiam nessas duas regiões e no presente inquérito este valor reduz-se para 38,94%.

4. MODELO E ESPECIFICAÇÃO DAS VARIÁVEIS

O modelo Probit usado nesta secção combina as diferentes características socioeconómicas dos inquiridos para estabelecer até que ponto essas características determinam a participação dos inquiridos nos mercados financeiros (isto é, para saber quais as características que determinam a probabilidade de ser investidor). Neste modelo, a variável dependente assume o valor 1 caso o inquirido seja investidor, e o valor zero no caso contrário. As características socioeconómicas utilizadas como variáveis explicativas são as seguintes:

- a. *Género* - variável binária igual a 1 se o inquirido é do sexo masculino e igual a 0 se é do sexo feminino. Na sequência dos resultados apresentados na secção anterior, espera-se que os homens apresentem uma maior propensão para ser investidores.
- b. *Idade* - conjunto de variáveis binárias para os diferentes escalões de idade, tomando como referência o escalão dos 18-24 anos. Os restantes escalões etários estão definidos da seguinte forma: dos 25 aos 44 anos, dos 45 aos 64, dos 65 aos 74 e mais de 74 anos. Os escalões etários onde se espera uma maior participação nos mercados financeiros são aqueles em que o inquirido tem uma actividade mais intensa, ou seja, entre os 24 e os 64 anos. Assim, espera-se que o efeito da idade sobre a probabilidade de ser investidor tenha a forma de U invertido.
- c. *Rendimento* - conjunto de variáveis binárias para os diferentes escalões de rendimento mensal do agregado familiar, tomando como base o rendimento mensal até EUR 1000. Os restantes escalões são os seguintes: de EUR 1001 até EUR 2000, de EUR 2001 até EUR 3000, de EUR 3001 até EUR 4000 e superior a EUR 4000. Espera-se que os agregados familiares com um maior rendimento mensal participem mais activamente nos mercados financeiros.
- d. *Escolaridade* - foram definidos 5 níveis de escolaridade: até ao 4º ano, do 4º ao 6º ano, do 6º ao 9º ano, do 9º ao 12º ano de escolaridade e, por fim, habilitações literárias ao nível de curso médio ou superior. O nível de escolaridade mais baixo (o mais representativo da amostra) foi usado como referência. Níveis de escolaridade mais elevados dos inquiridos deverão aumentar a probabilidade de o inquirido se tornar investidor devido, por um lado, a maiores conhecimentos sobre o funcionamento dos mercados financeiros e, por outro, a uma melhor compreensão da informação disponibilizada.
- e. *Profissão* - igualmente dividida em 5 grandes grupos: Empresários/Quadros Superiores/Profissionais Liberais (situação base), Profissionais Técnicos Intermédios, Empregados Administrativos, Operários Especializados e Trabalhadores não Qualificados. Espera-se que o efeito na probabilidade de ser investidor diminua com a menor qualificação da profissão. A profissão poderá estar associada ao rendimento do agregado familiar, assim como ao nível de escolaridade.





- f. *Residência* - os inquiridos foram distribuídos por 7 regiões, tomando-se como referência a Grande Lisboa. As restantes regiões são o Grande Porto, o Litoral Norte, o Litoral Centro, o Interior Norte, o Interior Sul e as Ilhas da Madeira e dos Açores. Espera-se que os habitantes dos grandes centros e metrópoles participem mais activamente nos mercados financeiros pois, em geral, o nível educacional e o rendimento familiar destes habitantes são superiores. Por outro lado, a região de residência pode ser uma *proxy* para a informação, com os habitantes dos grandes centros a estar melhor informados, condicionando, assim, a probabilidade de se tornarem investidores.

5. RESULTADOS

Os resultados da estimação do modelo Probit referido na secção anterior encontram-se no Quadro 3. No primeiro dos modelos considerados (coluna 1) foi usada a amostra correspondente à definição mais ampla de investidor (com 4.022 investidores no total dos 15.149 inquiridos) que, recorde-se, também define como investidores os agregados familiares que apenas possuem depósitos a prazo e/ou certificados de aforro. Os resultados são globalmente estatisticamente significativos para um nível de significância de 1%. Conclui-se que o escalão etário é importante na probabilidade de ser investidor, assumindo a forma de U invertido, pois a probabilidade aumenta até ao escalão que termina nos 64 anos, diminuindo para as idades mais avançadas. A diferenciação por género também se mostra relevante, com os homens a participarem mais do que as mulheres nos mercados financeiros. Em simultâneo, aumentos do rendimento mensal do agregado familiar, assim como do nível de escolaridade do inquirido, têm um impacto positivo na propensão para ser investidor. A influência da profissão é a esperada: profissões menos qualificadas estão associadas a uma menor probabilidade de ser investidor e profissões mais qualificadas permitem aumentar a participação nos mercados financeiros. Por último, tendo em conta a região do inquirido e tomando como referência os inquiridos que habitam na Grande Lisboa, os resultados são de alguma forma surpreendentes. Com efeito, o País parece dividir-se em três grandes áreas. Em primeiro lugar, o norte da Grande Lisboa, onde é maior a probabilidade de ser investidor. Depois, a Grande Lisboa e o Sul (embora neste último caso com resultados não conclusivos por não serem estatisticamente significativos), onde essa probabilidade diminui. Finalmente, as Ilhas dos Açores e da Madeira onde a participação nos mercados financeiros é mais reduzida.



QUADRO 3 – Modelo PROBIT

Nos modelos (1), (2), (3) e (4) a variável dependente é uma variável binária, igual a 1 se o agregado familiar detém pelo menos um activo financeiro (incluindo depósitos a prazo e/ou certificados de aforro), igual a 1 se o agregado familiar detém pelo menos um activo financeiro (excluindo depósitos a prazo e certificados de aforro), igual a 1 se o agregado familiar detém um fundo ou plano de poupança reforma (PPR's) e igual a 1 se o agregado familiar detém pelo menos um activo financeiro (excluindo depósitos a prazo, certificados de aforro e PPR's), respectivamente. *, ** e *** denotam significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

	(1)	(2)	(3)	(4)
Const.	-1,180*** (-12,55)	-1,905*** (-16,54)	-2,120*** (-16,39)	-2,093*** (-15,47)
25 a 44 anos	0,257*** (4,98)	0,244*** (3,41)	0,290*** (3,43)	0,146* (1,73)
45 a 64 anos	0,475*** (8,60)	0,606*** (8,08)	0,682*** (7,79)	0,360*** (4,06)
65 a 74 anos	0,264*** (4,34)	0,403*** (4,79)	0,469*** (4,80)	0,229** (2,27)
> 74 anos	0,201*** (3,04)	0,215** (2,22)	0,332*** (3,00)	-0,092 (-0,72)
1001 a 2000 €	0,296*** (10,46)	0,237*** (6,23)	0,184*** (4,38)	0,185*** (3,83)
2001 a 3000 €	0,495*** (10,42)	0,472*** (8,31)	0,386*** (6,18)	0,460*** (6,84)
3001 a 4000 €	0,759*** (7,31)	0,723*** (6,78)	0,327*** (2,74)	0,877*** (7,71)
> 4000 €	0,641*** (3,78)	0,476** (2,47)	0,437** (2,14)	0,716*** (3,56)
5º e 6º ano	0,159*** (4,00)	0,185*** (3,41)	0,167*** (2,76)	0,160** (2,30)
7º, 8º e 9º ano	0,325*** (8,11)	0,344*** (6,58)	0,336*** (5,83)	0,285*** (4,30)
10º, 11º e 12º ano	0,418*** (9,52)	0,495*** (8,89)	0,457*** (7,43)	0,447*** (6,55)
Curso Médio / superior	0,691*** (13,06)	0,803*** (13,07)	0,711*** (10,60)	0,788*** (10,95)
Prof. técnicas intermédias	-0,022 (-0,313)	-0,117 (-1,59)	-0,081 (-1,04)	-0,088 (-1,10)
Administrativos	-0,386*** (-5,51)	-0,373*** (-4,96)	-0,368*** (-4,54)	-0,333*** (-3,97)
Operários especializados	-0,419*** (-6,11)	-0,452*** (-6,09)	-0,372*** (-4,68)	-0,533*** (6,26)
Não qualificados	-0,465*** (-6,83)	-0,597*** (-8,04)	-0,583*** (-7,28)	-0,528*** (-6,27)
Homem	0,096*** (4,07)	0,131*** (4,17)	0,113*** (3,27)	0,146*** (3,74)
Porto	0,403*** (11,44)	0,363*** (7,90)	0,317*** (6,17)	0,412*** (7,41)
Litoral norte	0,270*** (6,13)	0,239*** (4,05)	0,317*** (5,06)	0,098 (1,25)
Interior norte	0,418*** (10,37)	0,350*** (6,57)	0,357*** (6,17)	0,191*** (2,74)
Interior sul	0,068 (1,49)	-0,055 (-0,86)	-0,159** (-2,08)	0,012 (0,16)
Litoral centro	0,629*** (18,46)	0,310*** (6,72)	0,257*** (5,02)	0,287*** (5,03)
Madeira	-0,393*** (-3,84)	-0,487*** (-2,92)	-0,502** (-2,54)	-0,433** (-2,01)
Açores	-0,188* (-1,95)	0,091 (0,75)	0,235* (1,87)	-0,202 (-1,06)
Nº Observações	15125	15125	15125	15125
McFadden R2	0,107	0,143	0,124	0,164
LR stat	1877,35	1330,07	902,17	958,38



Na coluna 2 do Quadro 3 encontram-se os resultados obtidos com a definição mais restrita de investidor, excluindo da amostra de investidores os agregados familiares que apenas detêm depósitos a prazo e/ou certificados de aforro na sua carteira de investimentos. Os resultados não diferem significativamente dos da anterior regressão. A única alteração digna de relevo está relacionada com a residência dos inquiridos, com os agregados familiares dos Açores a apresentar agora diferenças de participação relativamente aos da Madeira.

Como referido anteriormente, existe um número muito significativo de investidores que possuem PPR's na sua carteira de investimentos. Com efeito, cerca de 70% dos 1.397 investidores dizem ter PPR's. Na coluna 3 do Quadro 3 avalia-se o perfil deste subgrupo de inquiridos. Assim, a variável dependente assume o valor 1 se o investidor possui PPR's na sua carteira de investimentos e 0 em caso contrário. Os resultados na globalidade são estatisticamente significativos para um nível de significância de 1% e no essencial não se diferenciam dos já apresentados. A localização geográfica é a variável onde surgem mais diferenças, agora com o Interior Sul (e a Madeira) a apresentar uma menor probabilidade de detenção de PPR's por comparação com a Grande Lisboa.

O último exercício (Quadro 3, coluna 4) considera uma amostra de investidores ainda mais restrita, tendo sido excluídos os agregados familiares que apenas possuem depósitos a prazo e/ou certificados de aforro e/ou PPR's. Excluíram-se os PPR's por se considerar que as razões que motivam a detenção destes activos podem ser consideradas independentes das que motivam o investimento nos demais activos financeiros, nomeadamente o benefício fiscal associado a este activo financeiro e uma maior preocupação (face ao constante anúncio de dificuldades de solvabilidade do regime de segurança social actual) com as condições de vida após a reforma. Um resultado a reter desta última regressão é o efeito negativo (embora não estatisticamente significativo) do escalão de idades acima dos 75 anos na probabilidade de ser investidor, que encontra explicação no ciclo de vida do indivíduo. Adicionalmente, o rendimento mensal do agregado e a escolaridade do inquirido continuam a ter o mesmo tipo de influência sobre a participação no mercado de valores mobiliários. Em relação à situação profissional, a probabilidade de um trabalhador não qualificado, de um empregado administrativo ou de um operário especializado ser investidor é inferior à dos inquiridos com outro tipo de profissão. Por último, a região de residência também releva no perfil do investidor. Agregados familiares a norte de Lisboa, com excepção do Litoral Norte onde os resultados não são estatisticamente significativos, têm maior propensão para serem investidores. Já os habitantes da Madeira mostram uma menor probabilidade de participar no mercado de valores mobiliários.



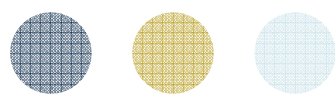
6. CONCLUSÕES

Apesar de não restarem dúvidas quanto à importância do estudo das decisões de investimento das famílias, pouco se sabe sobre os factores que as influenciam. Esta questão é ainda mais relevante no caso do investidor particular português em valores mobiliários em virtude da escassez de estudos nesta área.

Partindo de um inquérito conduzido pela CMVM junto de 15.149 famílias residentes em Portugal em localidades com mais de 100 habitantes, através de entrevista pessoal na residência dos inquiridos, conclui-se que menos de dez por cento das famílias portuguesas possuem, além dos tradicionais depósitos a prazo e certificados de aforro, outros activos financeiros tais como acções, obrigações, unidade de participação em fundos de investimento, produtos estruturados e derivados ou ainda fundos ou planos de poupança reforma. Esta reduzida participação das famílias portuguesas no mercado de valores mobiliários materializa-se numa também reduzida percentagem da capitalização accionista das nossas empresas que é detida pelas famílias portuguesas. Existe, portanto, um significativo potencial de crescimento do nosso mercado. Mesmo em países como a Espanha, a Itália ou a Grécia as respectivas famílias detêm uma participação directa no capital accionista das empresas bastante superior à registada em Portugal.

As conclusões do presente estudo apontam para a relevância dos factores socioeconómicos na participação das famílias portuguesas no mercado de valores mobiliários. Assim, a idade condiciona o acesso a esse mercado, assumindo a relação entre esta variável e a decisão de participação a forma de U invertido. Outros factores como o rendimento mensal do agregado familiar, o nível de escolaridade, a profissão e o género são igualmente determinantes para a participação das famílias no mercado de valores mobiliários.





ESTUDOS CMVM
N.º 3 2009

COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Av. Liberdade n.º 252
1056-801 LISBOA
E-mail: cmvm@cmvm.pt
Telefone: (+351) 213 177 000
Fax: (+351) 213 537 077
www.cmvm.pt