

CRISTINA DE PAULA MACHADO

A EXPANSÃO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL NA DÉCADA DE 1990.

Monografia apresentada como requisito para obtenção do grau de bacharel do curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. José Guilherme Silva Vieira

CURITIBA

2008


TERMO DE APROVAÇÃO

CRISTINA DE PAULA MACHADO

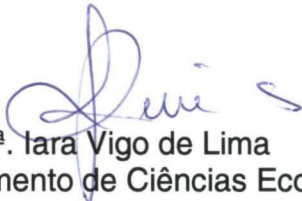
A EXPANSÃO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL NA DÉCADA DE 1990.

Monografia apresentada como requisito para obtenção do grau de Bacharel no Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora.

Orientador:



Prof. Dr. José Guilherme Silva Vieira
Departamento de Ciências Econômicas



Profª. Drª. Iara Vigo de Lima
Departamento de Ciências Econômicas



Profª. Fernanda Helena Rodrigues da Costa
Departamento de Ciências Econômicas

Curitiba, 17 de novembro de 2008.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

ESQUEMA 1 - O CIRCUITO <i>FINANCE-INVESTIMENTO-POUPANÇA-FUNDING</i> ..	15
ESQUEMA 2 - O MODELO DE LIBERALIZAÇÃO ECONÔMICA E FINANCEIRA ...	21

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – INFLAÇÃO – BRASIL (% ao ano).....	50
GRÁFICO 2 – PIB – PRODUTO INTERNO BRUTO (R\$ milhões).....	51
GRÁFICO 3 – TAXA DE JUROS OVER/SELIC (% ao mês).....	52
GRÁFICO 4 – TAXA DE JUROS REAL (% ao mês).....	53

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - VOLUME DE TRANSAÇÕES NAS BOLSAS DE VALORES DO RIO DE JANEIRO E SÃO PAULO – 1961 - 1978.....	36
TABELA 2 - EVOLUÇÃO DE NEGÓCIOS COM AÇÕES DE BANCOS E COMPANHIAS - 1971	37
TABELA 3 - INVESTIMENTOS EXTERNOS - ANEXO IV	54
TABELA 4 - EVOLUÇÃO DO MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL	56
TABELA 5 - ÍNDICE PREÇO-LUCRO.....	57
TABELA 6 - EMISSÕES PRIMÁRIAS NO BRASIL.....	58
TABELA 7 - COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO.....	59
TABELA 8 - VALOR DE MERCADO DAS COMPANHIAS.....	59
TABELA 9 - VALOR TRANSACIONADO SOBRE O PIB PELO MUNDO	61

LISTA DE SIGLAS

ANDIMA: Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro
BACEN: Banco Central da República do Brasil
BB: Banco do Brasil S.A
BM&F: Bolsa Mercantil e de Futuros
BNDE: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico
BNDES: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo
BVRJ: Bolsa de Valores do Rio de Janeiro
CETIP: Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos
CMN: Conselho Monetário Nacional
CVM: Comissão de Valores Mobiliários
FGTS: Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
FGV: Fundação Getúlio Vargas
FICE: Fundo de Investimento – Capital Estrangeiro
F-I-S-F: *Finance-Investimento-Poupança-Funding*
FMI: Fundo Monetário Nacional
IBGE: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IBV: Índice da Bolsa de Valores
IGP-M: Índice Geral de Preços de Mercado
ORTN: Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional
Over / Selic – Taxa *Overnight* do Sistema Especial de Liquidação e Custódia
PAEG: Plano de Ação Econômica do Governo
PAIT: Planos de Poupança e Investimento
PASEP: Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público
PIB: Produto Interno Bruto
PIS: Programa de Integração Social
PND: Plano Nacional de Desenvolvimento
SEC: Securities and Exchange Commission
SICE: Sociedades de Investimento – Capital Estrangeiro
SUMOC: Superintendência da Moeda e do Crédito

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	9
2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	11
2.1	CONCEITO DE MERCADO DE CAPITALS.....	11
2.2	IMPORTÂNCIA DO MERCADO DE CAPITALS EM KEYNES.....	12
2.3	TEORIA DA REPRESSÃO FINANCEIRA	16
2.4	UMA VISÃO CRÍTICA DA TEORIA DA REPRESSÃO FINANCEIRA	23
3	RETROSPECTIVA DO MERCADO DE CAPITALS NO BRASIL.....	26
3.1	DÉCADAS DE 1930, 1940 E 1950.....	26
3.2	DÉCADA DE 1960	29
3.2.1	Lei de Capitais Estrangeiros – Lei nº 4.131, de 03.09.1962.....	30
3.2.2	Lei de Correção Monetária – Lei nº 4.357, de 16.07.1964	31
3.2.3	Lei da Reforma Bancária – Lei nº 4.595 de 31.12.1964.....	32
3.2.4	Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 4.728 de 14.07.1965	34
3.3	DÉCADA DE 1970	35
3.3.1	Segunda Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385, de 07.12.1976.....	39
3.3.2	Lei das Sociedades por Ações - Lei nº 6.404, de 15.12.1976	39
3.4	DÉCADA DE 1980	41
3.4.1	Mercado de opções e mercado futuro (Instrução CVM nº 14, de 17.10.1980, e Instrução CVM nº 19, de 11.12.1981).....	41
3.4.2	Clubes de Investimento (Instruções CVM nº 40, de 07.11.84; e nº 45 de 21.08.1985 e nº 54, de 09.07.1986)	42
3.4.3	Bolsa Mercantil & Futuros – 1985	42
3.4.4	Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos – CETIP – criada em 06.03.1986.....	43
3.4.5	Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional (Lei nº 7.492, de 16.06.1986) .	43
3.4.6	Planos de Poupança e Investimento – PAIT (Decreto-Lei nº 2.292, de 21.11.1986).....	43
3.4.7	Planos econômicos	44
3.4.8	Anexos I, II, III – Investimentos Externos (Resolução CMN nº 1.289 de 20.03.87)	45

4 ANÁLISE EMPÍRICA	46
4.1 DETERMINANTES DA EXPANSÃO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL	46
4.1.1 Anexo IV, investimento estrangeiro.....	47
4.1.2 O Plano Real e o mercado de capitais	49
4.1.2.1 Inflação.....	50
4.1.2.2 Crescimento econômico.....	51
4.1.2.3 Taxa de Juros Nominal.....	52
4.1.2.4 Taxa de Juros Real	53
4.2 RESULTADOS DA EXPANSÃO DO MERCADO DE CAPITAIS	54
4.2.1 Investimentos externos	54
4.2.2 Evolução do mercado secundário	55
4.2.3 Emissões primárias	57
4.2.4 Companhias de capital aberto.....	58
4.2.5 Comparativo mundial	60
5 CONCLUSÃO	62
REFERÊNCIAS	64

1. INTRODUÇÃO

“Novas teorias e evidências empíricas têm recentemente fortalecido a percepção de que o desenvolvimento financeiro é fundamental para o crescimento econômico.” (BARROS, *et al*, 2000, pag. 24). Isto está baseado na constatação de que o crescimento econômico se intensifica, quando os investimentos são direcionados para as melhores alternativas de produção, gerando dois efeitos: acumulação do capital produtivo e aumento da produtividade.

Os investimentos e a forma como são realizados estão, portanto, na raiz do processo de desenvolvimento econômico e social. A poupança, que viabiliza os investimentos, é outro componente essencial do processo. E a eficiência na utilização da poupança é crucial, pois ela determina o custo do investimento. A melhor conjugação de todos esses fatores gera o círculo virtuoso do desenvolvimento, que permite à sociedade desfrutar de níveis crescentes de bem-estar e de redução da pobreza. (NOBREGA, *et al*, 2000, pag. 6).

Neste sentido, por ser um canal fundamental na captação de recursos, o mercado de capitais e especificamente o mercado acionário se constituem em uma importante opção de financiamento de investimento produtivo.

Os mercados de capitais afetam o crescimento econômico por meio da geração de liquidez, “(...) que pode melhorar a alocação de recursos da economia na medida em que redireciona recursos de projetos com baixos retornos e curta maturação para projetos com altos retornos e longa maturação.” (BARROS, *et al*, 2000, pag. 24). E na medida em que, tornam os investimentos menos arriscados e mais atraentes aos investidores.

Dessa forma, quanto mais desenvolvida é uma economia, mais ativo é o seu mercado de capitais. Segundo Nobrega, *et al*, (2000, pag. 6), “todos os países desenvolvidos ou em acelerado processo de desenvolvimento ostentam elevadas taxas de poupança, alta eficiência na sua intermediação ou uma combinação dessas duas virtudes.” Em países em desenvolvimento, porém, os mercados de capitais não são capazes de causar tanto impacto sobre o crescimento de suas economias.

No Brasil, o mercado de capitais seguindo a mesma tendência dos mercados dos demais países em desenvolvimento, nunca havia representado um potencial financeiro para investimentos. Todavia, na década de 1990 passou por

uma fase de grande expansão, que de acordo com a literatura, pode ser atribuída “a uma série de mudanças ocorridas no quadro macroeconômico e regulatório no início da década de 1990.” (BARROS, *et al*, 2000, pag. 24).

Dessa forma, torna-se oportuna uma análise da evolução do mercado de capitais no Brasil, afim de se verificar quais foram as mudanças ocorridas neste período.

Sendo assim, o presente trabalho propõe-se a analisar a expansão do mercado de capitais no Brasil na década de 1990, verificando quais os principais determinantes que levaram a esta expansão, e em que medida observou-se a expansão. Para tanto, procurou-se fornecer uma breve visão do cenário econômico brasileiro e um panorama dos principais fatos ocorridos no mercado de capitais brasileiro, no período compreendido entre 1930 e 1980.

E com o intuito, de se verificar a fundamentação teórica, na avaliação empírica das hipóteses que levaram à expansão do mercado de capitais, será confrontada, a teoria econômica da “repressão financeira”, verificando-se o comportamento das principais variáveis apontadas.

Por fim, será realizada uma análise da evolução dos principais indicadores do mercado de capitais no Brasil, no período.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste capítulo, será apresentado o conceito de Mercado de Capitais, afim de introduzir o tema no trabalho, a seguir é verificada a importância do Mercado de Capitais em Keynes, um dos principais teóricos da economia, e por fim é apresentada uma explanação da Teoria da Repressão Financeira, que será utilizada como base para este trabalho, seguida de uma visão crítica desta Teoria apresentada por Cintra, afim de se verificar as discrepâncias entre as correntes teóricas.

2.1 CONCEITO DE MERCADO DE CAPITALIS

O mercado de capitais é o conjunto de mercados, instituições e ativos que viabiliza a transferência de recursos financeiros entre tomadores e aplicadores destes recursos. Essas transferências ocorrem por meio de operações financeiras que podem se dar diretamente entre companhias e investidores ou através de intermediários financeiros. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM), [20 -]).

De acordo com o conceito apresentado pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) (2007), “o mercado de capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários, que tem o propósito de proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização. É constituído pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas.”

No mercado de capitais, os principais títulos negociados são os representativos do capital de empresas — as ações — ou de empréstimos tomados, via mercado, por empresas — debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e “*commercial papers*” —, que permitem a circulação de capital para custear o desenvolvimento econômico. (BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA), 2007).

O mercado de capitais abrange, ainda, as negociações com direitos e recibos de subscrição de valores mobiliários, certificados de depósitos de ações e demais derivativos autorizados à negociação.

A oferta inicial desses títulos ou valores mobiliários ocorre no chamado mercado primário onde são vendidos pela primeira vez. No mercado secundário, os investidores que compraram esses títulos podem revendê-los, garantindo assim, liquidez ao sistema.

Dessa forma, o mercado primário funciona com o objetivo de captar novos recursos diretamente dos investidores para empresas ou para o governo, que emitem títulos e valores mobiliários. E no mercado secundário ocorre apenas a troca de titularidade, isto é, a compra e venda de títulos previamente adquiridos no mercado primário. Não envolve mais o emissor e nem a entrada de novos recursos de capital para quem o emitiu. Seu objetivo é gerar negócios, isto é, dar liquidez aos títulos. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM), [20 -]).

2.2 A IMPORTÂNCIA DO MERCADO DE CAPITAIS EM KEYNES

O desenvolvimento econômico depende do crescimento contínuo da capacidade de produção, que por sua vez, depende de novos investimentos que possam produzir dois efeitos: acumulação de capital produtivo e aumento de sua produtividade.

No capitalismo acumulação de capital e lucro organizam-se em um processo circular de auto-reforço, no qual acumula-se capital para aumentar o volume de lucros e reinveste-se os lucros para aumentar a acumulação.¹ Toda a dinâmica do sistema capitalista está na dependência do volume e direção dos investimentos realizados cada ano. O aumento da produtividade, ou seja, o aumento da produção por homem empregado, depende fundamentalmente da acumulação de capital. Se temos três fatores de produção - capital, trabalho e recursos naturais -, para que aumente a produtividade do segundo, considerando-se a qualidade dos fatores constante, o único meio de que dispomos é aumentar a quantidade de capital. (PEREIRA, 1991, pag. 1).

¹ É possível distinguir acumulação de capital de investimento, limitando-se este ao aumento do capital reprodutível; estamos, porém, considerando os dois termos como sinônimos. (PEREIRA, 1991, pag. 2).

Para crescer são necessários investimentos, e conseqüentemente abstenção temporária de consumo para formação de poupança, segundo Keynes (1985), a poupança é o excedente da renda sobre o consumo, e o investimento pode ser definido como poupança, pois representa a parte da renda do período não absorvida pelo consumo. Exemplificando:

$$\text{Renda} = \text{valor da produção} = \text{consumo} + \text{investimento}$$

$$\text{Poupança} = \text{renda} - \text{consumo}$$

$$\text{Poupança} = \text{investimento}$$

Sendo a poupança o resultado do comportamento coletivo dos consumidores individuais, e o investimento resultado do comportamento coletivo dos empresários, estes dois montantes são necessariamente iguais, uma vez que, qualquer deles é igual ao excedente da renda sobre o consumo. (KEYNES, 1985).

Existem três caminhos para associar a poupança ao investimento, segundo Nobrega, *et al.*, (2000);

- 1) O autofinanciamento, em que as empresas geram internamente seus próprios recursos;
- 2) O governo, quando financia certas atividades usando a arrecadação de tributos ou a imposição de mecanismos compulsórios de poupança; e
- 3) O financiamento via mercado financeiro e de capitais.

O primeiro é o mais simples e primitivo; o segundo é limitado e sujeito a distorções; e o terceiro é comprovadamente o mais eficiente para captar poupança e orientá-las para as atividades mais produtivas. (NOBREGA *et al.*, 2000).

A principal função dos mercados financeiros e de capitais é a de unir os dois agentes do mercado: o poupador, que possui os recursos, e o tomador que os necessita para investimento produtivo. Desta forma, os mercados propiciam um melhor aproveitamento das oportunidades em toda a economia, gerando mais produtividade, eficiência e bem estar da sociedade.

Neste sentido, o mercado de capitais e, especificamente, o mercado acionário, acrescenta em relação aos mercados financeiros: a viabilização da transferência, da democratização e da socialização do capital. O incentivo à inovação, uma vez que permite que os riscos de novos investimentos sejam

amenizados, e a promoção de maior distribuição de renda, visto a propriedade das empresas estar diluída entre pequenos poupadores, diretamente ou através de fundos mútuos e fundos de pensão. (NOBREGA, *et al*, 2000).

A importância do mercado financeiro e de capitais pode ser expressa e melhor entendida, por meio do circuito *Finance-Investimento-Poupança-Funding*, em Keynes, e de seu multiplicador de renda.

O investimento precede a poupança que, por sua vez, resulta no crescimento econômico. O papel da poupança é solidificar (mas não financiar) a acumulação de capital, reduzindo a instabilidade financeira que prejudica o crescimento econômico e proporcionando sustentabilidade ao mesmo. (RESENDE, 2008). Para Keynes² (1988, citado por Resende, 2008), o financiamento do investimento apresenta duas etapas:

- 1) O investimento *ex ante*: corresponde ao crédito de curto prazo que as empresas demandam no intervalo entre a decisão de investimento e sua implementação. Essa demanda foi denominada por Keynes de *finance motive*; e
- 2) O próprio investimento: ao qual corresponde uma poupança agregada que surge via multiplicador³ dos gastos.

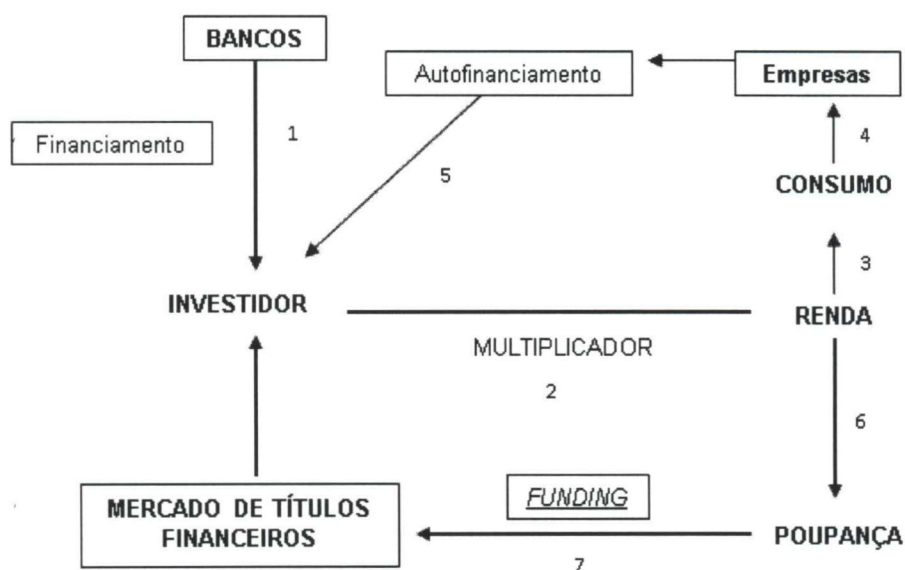
O financiamento de curto prazo está ligado a um "fundo rotativo". O crédito associado ao *finance* encontra sua oferta nesse fundo. Ele é usado para estimular a atividade na indústria de bens de investimento, gerando, neste processo, uma renda através do multiplicador keynesiano. Parte desta renda retorna ao sistema financeiro visto que não é usada para consumo, constituindo-se em poupança. Ao final desse processo, a poupança, resultante da despesa de investimento, é usada para transformar a dívida de curto prazo dos investidores junto ao sistema bancário em passivo de longo prazo. O *funding* corresponde a esse processo de "consolidar" a dívida de curto prazo, isto é, transformá-la numa relação de longo prazo através da emissão de ações e de títulos⁴. Assim, poupança e financiamento da despesa do investimento não se confundem, necessariamente. (RESENDE, 2008, pag. 3).

² KEYNES, J. M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Nova Cultural, 1988.

³ "O investimento planejado — isto é, o investimento *ex ante* — pode precisar garantir sua provisão financeira antes que ocorra o investimento, quer dizer, antes que a poupança correspondente se processe". (KEYNES, 1988, citado por RESENDE, 2008).

⁴ Note, a relevância dos mercados secundários, visto que estes garantem liquidez para títulos de longo prazo. É a possibilidade de se desfazer desses títulos no curto prazo, por meio de suas vendas nos mercados secundários, que os tornam atrativos para os poupadores. (RESENDE, 2008).

O esquema 1 ilustrado abaixo, demonstra o Circuito *Financiamento-Funding* de Keynes. Inicialmente (em 1) os recursos necessários ao financiamento do investimento⁵, são criados pelos bancos por meio de emissão de moeda (depósitos), e repassados para o investimento em capital produtivo. O multiplicador keynesiano (em 2) se dá por meio de sucessivos processos de criação de renda⁶, gerando expansão do consumo (em 3), assim como da poupança (em 6). A expansão do consumo (em 3) é remetida as empresas através do aumento das vendas, e gerando aumento nos lucros (em 4), as empresas por sua vez com o aumento dos lucros, são capazes de formar poupança para autofinanciamento e pagamento dos empréstimos contraídos (em 5). A expansão da poupança⁷ (em 6) tem como consequência a expansão do mercado de títulos de longo prazo, o crescimento deste mercado permitem as empresas, transformarem sua dívida de curto prazo, em passivos de longo prazo, realizando assim o *funding* (em 7).



ESQUEMA 1 - O circuito *finance-investimento-poupança-funding*.
 FONTE: CARVALHO, *et al*, (2000).

⁵ Estes recursos poderiam não ser criados via poupança prévia – *ex ante*.

⁶ O processo de criação de renda é originado do processo produtivo.

⁷ Poupança desejada, agregada.

“Deste modo, em economias monetárias prevalece o circuito *Finance- Investimento-Poupança-Funding (F-I-S-F)*”. (RESENDE, 2008, pag. 3).

Através do circuito *finance-investimento-poupança-funding* de Keynes, é possível verificar a importância do mercado de capitais para o crescimento da economia. O crescimento econômico sempre esteve associado ao desenvolvimento dos mercados financeiros e de capitais. Em economias mais desenvolvidas, a atividade econômica está intimamente relacionada à intermediação de recursos entre poupadores e investidores e ao papel fundamental da institucionalização da poupança. (NOBREGA, *et al*, 2000).

Todos esses fatores – poupança, investimento, intermediação financeira e institucionalização – elevam à expansão do mercado de capitais, cujo crescimento está diretamente ligado ao desenvolvimento e à sofisticação da economia, permitindo à sociedade desfrutar de níveis crescentes de bem-estar e de redução da pobreza.

Nas últimas décadas, os exemplos mais notáveis vieram da Ásia. Vários países saíram de uma situação de pobreza e miséria e se tornaram nações industrializadas.

2.3 A TEORIA DA REPRESSÃO FINANCEIRA

As reformas financeiras implementadas em vários países da América Latina na década de 70, pretendiam *a priori* eliminar o que, McKinnon, definia como “repressão financeira”, segundo Studart (1993, pag. 104), “a literatura que se seguiu às obras clássicas de Shaw (1973) e McKinnon (1973)⁸ centra sua análise no que se cunhou de “repressão financeira” e seus efeitos deletérios para países em desenvolvimento.”

“Por repressão entende-se a situação de um mercado que enfrenta obstáculos institucionais (de política econômica e administrativos) para alcançar

⁸ Os conceitos de repressão financeira, fiscal e do comércio exterior, orientados às economias em desenvolvimento, foram tratados entre outros, por Edward Shaw em “Financial deepening in economic development” – 1973, e por Ronald McKinnon, em “Money and capital in economic development” – 1973, sendo estes os principais teóricos desta teoria.

uma posição de equilíbrio, e portanto, comprometem a racionalidade do processo de alocação de recursos.” (CINTRA, 1993, pag. 21).

Estes obstáculos institucionais, seriam resultado de políticas governamentais que visam proteger o mercado interno, e acabam por criar situações de desequilíbrio para a economia.

Para Shaw⁹ e Mckinnon¹⁰ (1973 e 1974, citado por Cintra, 1993), os governos dos países em desenvolvimento converteram-se em promotores da transformação econômica ao estimularem novas atividades industriais mediante a “substituição de importações”. A estratégia utilizada foi a manipulação dos preços internos e do comércio exterior, através de concessões fiscais, proteção tarifária, financiamento bancário a baixo custo e taxas de câmbio multiplas. Por conseguinte, introduziram “imperfeições nos mercados de produtos e de fatores” e o mecanismo de regulação do mercado através de um adequado sistema de preços deixa de ter a eficácia na alocação de recursos. Na linguagem liberal: as “distorções” impostas pela política econômica impedem a geração de um sistema de preços de equilíbrio de longo prazo.

A repressão financeira desta forma entendida, traria a esses países uma série de problemas macroeconômicos, em virtude de sua posição desfavorável de mercado, segundo Studart (1993, pag. 105), “a repressão financeira resultaria, portanto, entre outros efeitos negativos, em um nível de investimento (e crescimento) abaixo do potencial, escolhas ineficientes de investimentos (porque alocados por mecanismos que não o de preços) e pressões inflacionárias”. Para Cintra (1993), os mercados dos países em desenvolvimento operam de forma fragmentada. Os agentes econômicos se encontram diante de diferentes preços para os mesmos serviços, devido a intervenção governamental seletiva, o que determina discrepâncias nas taxas de rentabilidade dos ativos de capital e financeiros.

A adoção de uma política que impedisse que falhas de mercados e obstáculos institucionais travassem o desenvolvimento econômico do país estava evidente, o meio encontrado para tal, era por meio da liberalização dos mercados, segundo Studart (1993, pag. 105), “a literatura vê a liberalização financeira como

⁹ SHAW, E. S.: “**Financial deepening in economic development**”, Oxford University Press, New York, 1973.

¹⁰ MCKINNON, R. I.: “**Money and capital in economic development**”, The Brookings Institution, Washington, D.C., 1973 (versão em espanhol, “Dinero y capital em el desarrollo económico”, publicação conjunta do “Programa de Desenvolvimento de Mercado de Capitais” da OEA e CEMLA, México, 1974).

uma panacéia para aceleração do crescimento, aumento da produtividade do investimento, redução da inflação (...) e redução do hiato tecnológico entre setores produtivos¹¹”, confirmando nas palavras de Cintra (1993, pag. 20) “a análise das teses iniciais (...) que sofreu a “teoria da repressão financeira, fiscal e do comércio exterior”, tem como objetivo avaliar a liberalização econômica a *outrance* como política adequada à reestruturação produtiva de um país em desenvolvimento que enfrenta fortes restrições quanto a fontes de financiamento do investimento produtivo”.

Dessa forma, o que se pretendia em geral, era a liberalização dos mercados das economias em desenvolvimento por meio da adoção de medidas de controle da inflação e através da eliminação de outras distorções atribuídas pelo governo em suas economias.

De acordo com Cintra (1993), entre as diversas taxionomias destas reformas – “do caminho a ser trilhado” – incluem entre outras:

- 1) Disciplina fiscal que implica superávit primário (descontado o serviço da dívida interna e externa) e um déficit operacional de até 2% do PIB;
- 2) Priorização dos gastos públicos em saúde, educação e infra-estrutura;
- 3) Reforma tributária com ampliação da base de arrecadação e corte de incentivos e subsídios;
- 4) Liberação das taxas de juros nominais e dos controles sobre o sistema de crédito;
- 5) “Flexibilização” das relações capital-trabalho com a eliminação de alguns “privilegiados” e das interferências estatais na determinação dos salários;
- 6) Definição de uma política cambial que assegure uma taxa de cambio real capaz de induzir a expansão das exportações e a manutenção desta competitividade no futuro;

¹¹ O hiato tecnológico entre setores “tradicionais” e “modernos”, reconhecido na literatura do desenvolvimento como uma das características do subdesenvolvimento, é visto na literatura de liberalização financeira como um resultado direto da repressão financeira e da segmentação do mercado de capitais. Uma liberalização levaria, portanto, a uma eliminação da segmentação e redução do hiato, à medida que as taxas de retorno do capital se igualariam a um custo único de capital. (STUDART, 1993).

- 7) Liberalização do comércio exterior através da eliminação das restrições quantitativas e redução progressiva das tarifas até atingirem uma taxa uniforme, em torno de 10% (não se atribui mais prioridade a liberalização dos fluxos de capitais);
- 8) Privatização das empresas estatais;
- 9) Supressão das barreiras ao investimento estrangeiro direto e as remessas de lucros; etc.

Este programa de reformas, implicitamente, postula como estratégia para se promover a eficiência e a competitividade dos meios de produção dos países em desenvolvimento, a sua integração a economia internacional¹².

A estratégia de modernização neoliberal iniciada na primeira metade da década de setenta nos países do Cone Sul¹³ latino-americano constituiu, (...) um projeto de transformação da economia composto por um programa antiinflacionário e um conjunto de reformas institucionais destinados a modificar, radicalmente, o padrão de desenvolvimento econômico e de organização do Estado, predominante desde os anos trinta. (CINTRA, 1993, pag. 19).

Este modelo pressupunha a redução da intervenção do Estado na orientação econômica dos países, nas palavras de Cintra (1993, pag. 19), “tratava-se de prosseguir em direção a um processo sustentado de auto-regulação pelo mercado, isto é, instaurar uma estratégia de crescimento assentada em mercados abertos e desregulados, combinado com uma nova estrutura financeira e bancária e um Estado minimizado”.

O modelo de crescimento sustentado no mercado interno, com uma economia fechada, deveria ser transformado num sistema de economia aberta e competitiva internacionalmente. Noutras palavras, por-se-ia um fim à política de substituição de importações que se consubstanciava em nacionalizações, subsídios maciços, regulamentação e intervencionismo generalizado na vida econômica, investimentos astronômicos do Estado para criar uma indústria nacional e fortes barreiras alfandegárias para protegê-la da concorrência externa, dado que foram incapazes de manter o crescimento e a estabilidade econômica. Estes seriam restaurados através do livre jogo das forças de mercado. (CINTRA, 1993, pag. 19).

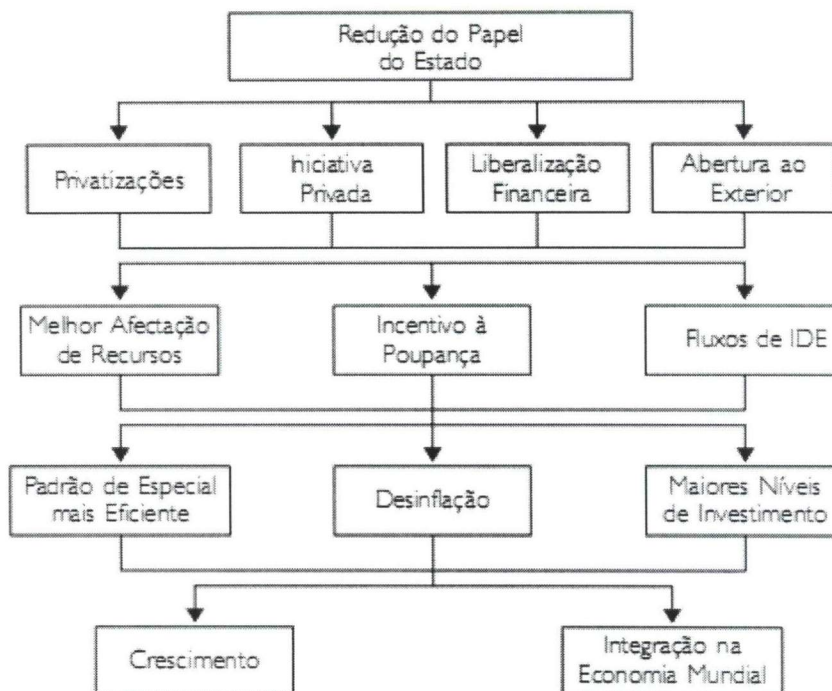
¹² Interrompe-se a formação do mercado nacional para privilegiar a integração internacional: “Na fase atual em que se pretende derivar o dinamismo da integração, o que importa é fomentar o espírito competitivo em atividades com vocação para a exportação. (CINTRA, 1993).

¹³ A expressão países do Cone Sul, refere-se à Argentina, Chile e Uruguai.

De acordo com Mendonça (2005, pag. 102), a redução da intervenção do Estado, poderia ser feita de duas formas;

De imediato, através do recurso a privatizações das empresas do sector público e do estímulo à iniciativa privada em todos os domínios da actividade económica. De um modo, mais geral, através da liberalização de preços, do levantamento do controle das taxas de juro e do crédito, do estímulo à poupança privada interna, através da reforma do sistema fiscal, da abertura total ao comércio externo e aos fluxos de investimento directo internacional, como forma privilegiada de financiamento externo, da flexibilização do sistema cambial.

Mendonça construiu um esquema que sintetiza o modelo de liberalização económica, nele é apresentado o modelo de descentralização do Estado, através de medidas pró-liberalizantes, como as privatizações, o papel da iniciativa privada, a liberalização financeira e a abertura (financeira/ comercial) ao exterior. Tomadas estas medidas, as consequências se dariam através do livre jogo de mercado, pois, “o modelo de liberalização económica privilegia o papel do mercado e da decisão económica descentralizada no processo de afectação de recursos” (MENDONÇA, 2005, pag. 103), os resultantes destas medidas seriam então, a melhor afectação de recursos, incentivo à poupança, e fluxo de investimento directo estrangeiro. É importante notar que todo o processo está relacionado, assim, o aumento da eficiência, desinflação e maiores níveis de investimento também aparecem como resultado da liberalização. Finalizando, o crescimento da economia e a integração com a economia mundial, estão na ponta do processo. Conforme explicitado acima, por Cintra, Studart e Mendonça, o esquema demonstra de forma clara os efeitos da liberação económica.



ESQUEMA 2 - O modelo de liberalização econômica e financeira.
 FONTE: MENDONÇA, (2005).

Ainda segundo Mendonça (2005, pag. 104), mas a respeito da liberalização financeira, “a repressão financeira (...) é substituída pela liberalização financeira, significando esta o fim da gestão administrativa das taxas de juro e do crédito, o fim dos privilégios do Estado em matéria de financiamento, a privatização e a abertura ao capital externo das instituições do sector, a adesão às regras de mercado, com a consequente eliminação dos spreads entre os mercados formais e informais.”

Por meio da liberalização dos mercados comercial e principalmente financeiro, a economia passa a operar num regime de livre concorrência, visto que desloca recursos para investimentos mais produtivos e padrões mais eficientes, o que torna os agentes mais competitivos e a economia mais dinâmica. Nesse contexto, destaca-se o mercado de capitais, como um financiador desta economia dinamizada e privilegiando os agentes que possuem as melhores condições de investimento, segundo Mendonça (2005, pag. 104) “estabelecer equilíbrio entre poupança interna e necessidades de financiamento e, bem assim, criar condições para uma mais correcta articulação com o exterior em matéria de transacções económicas e fluxos de financiamento (...)”.

O mercado de capitais reprimido é a fonte das distorções. Porém, quando liberalizado torna-se o instrumento – a mão invisível – que impulsionará a igualação das taxas de rentabilidade dos ativos de capital e financeiros, bem como a adoção de melhores sistemas tecnológicos, ao garantir os recursos financeiros àqueles que possuem as melhores oportunidades de investimentos. A taxa de rentabilidade, por si só, deve permitir a clara sinalização aos agentes econômicos, na existência de um sistema financeiro que capta e empresta livremente a taxas de juros reais positivas. Elimina-se, assim, a necessidade de uma decisão pública em cada campo da atividade econômica. (CINTRA, 1993, pag. 23).

“O centro da análise desloca-se, então, da fragmentação geral dos mercados para os nexos entre os processos monetários e a acumulação de capital no mundo em desenvolvimento, e transforma-se num enfoque financeiro do desenvolvimento econômico”. (CINTRA, 1993, pag. 23). Em que o desenvolvimento de uma economia está diretamente ligada à integração de seu mercado de capitais, uma vez que este, de acordo com a teoria econômica, traria mais produtividade aos fatores de produção por meio da melhor alocação de recursos.

A partir destas observações sobre as economias em desenvolvimento, definem um conceito alternativo de desenvolvimento econômico, como “a redução da grande dispersão entre as taxas de rendimento social das inversões existentes e das novas inversões a serem efetuadas pelos empresários nacionais”, dado que esta dispersão reflete a deficiente alocação do capital existente e freia a nova acumulação. Ademais, supõem que para suprimir todas as formas de fragmentação “é essencial a unificação do mercado de capitais”, que aumentaria as taxas de rendimento dos poupadores internos e ampliaria as oportunidades de investimento. Sendo assim, trabalham com a hipótese “(...) de que a fragmentação dos mercados de capitais – endêmica nos países em desenvolvimento – gera o uso inadequado do trabalho e da terra, elimina o desenvolvimento empresarial e condena setores importantes da economia a níveis tecnológicos inferiores”. (MCKINNON¹⁴, 1974, citado por CINTRA, 1993).

Este modelo integrou-se perfeitamente nas novas tendências da economia mundial dos anos 1990 e beneficiou o crescimento generalizado do setor privado, da baixa dos custos de transporte, de comunicações e da verdadeira revolução que se operou no funcionamento dos mercados financeiros internacionais. (MENDONÇA, 2005). Estes benefícios se deram, devido a melhor alocação de recursos para

¹⁴ MCKINNON, R. I.: “Money and capital in economic development”, The Brookings Institution, Washington, D.C., 1973 (versão em espanhol, “Dinero y capital em el desarrollo económico”, publicação conjunta do “Programa de Desenvolvimento de Mercado de Capitais” da OEA e CEMLA, México, 1974).

investimento em capital produtivo, e a “diversificação das fontes de financiamento permitiu, também, repartir riscos e reduzir custos”. (MENDONÇA, 2005, pag. 105).

“E um facto que se registrou, a partir dos anos 90, um aumento substancial dos fluxos financeiros para as economias em desenvolvimento, apoiando os processos de reestruturação internos e aliviando, simultaneamente, as pressões sobre a dívida externa desses países”. (MENDONÇA, 2005, pag. 105).

4.1 UMA VISÃO CRÍTICA DA TEORIA DA REPRESSÃO FINANCEIRA

Cintra contrapõe a teoria da “repressão financeira” à uma visão alternativa do financiamento do desenvolvimento econômico baseada no pensamento keynesiano. (CINTRA, 1993).

Centralizaremos a análise nas relações entre crédito, poupança e investimento, bem como no papel do sistema financeiro, de sua institucionalidade e das políticas monetárias. Interessa-nos, em particular, averiguar os limites da teoria da repressão financeira na gestão de políticas de desenvolvimentos nacionais e apreender as condições estruturais dos mercados financeiros latino-americanos face ao novo contexto internacional dos mercados de crédito. (CINTRA, 1993, pag. 47).

Conforme já foi visto, a “teoria da repressão financeira” previa a liberalização dos mercados, e foi o meio encontrado para que países em desenvolvimento pudessem retomar o crescimento de suas economias. De acordo com Cintra (1993, pag. 120), “a liberalização dos mercados monetários e de capitais foi a fórmula encontrada para eliminar a “repressão financeira” e dinamizar as economias do Cone Sul, em meados dos anos setenta”.

Porém, Cintra aponta inconsistências quanto a liberalização, uma vez que esta não seria a “solução para todos os problemas” como previam as teses iniciais da teoria da repressão financeira. Em suas palavras, “(...) mesmo não sendo incorreto pensar que a liberalização das taxas de juros e a abertura aos mercados externos facilitam a captação interna e externa de recursos, as mesmas, no entanto, não asseguram o desenvolvimento de fontes de financiamento de médio e longo prazo, destinadas a acumulação produtiva, sobretudo em se tratando de economias desorganizadas e estagnadas”. (CINTRA, 1993, pag. 120).

“Uma liberalização prematura do sistema financeiro tende a exacerbar o componente especulativo e de curto prazo, ampliando o papel das quase-moedas e das arbitragens nos mercados de risco”. (CINTRA, 1993, pag. 127). Desta forma, os fluxos de capitais atraídos pela liberalização são configurados por investimentos de curto prazo, visando as altas taxas de rentabilidade e especulação cambial e acabam por prejudicar o mercado, de acordo com Cintra (1993, pag. 121),

Ao invés de favorecer uma formulação mais adequada das políticas de financiamento, desorganizou ainda mais o sistema de financiamento doméstico, sobretudo na dimensão fiscal, dada a estatização da dívida contraída. Quanto aos investimentos diretos de risco, estes somente refluem na magnitude requerida quando as economias retomam o processo de crescimento, o que não ocorreu no Cone Sul.

Assim, o financiamento de capital produtivo continua a representar um problema, assim como uma intermediação financeira eficiente, de acordo com Tavares¹⁵ (1993, citado por Cintra, 1993) “(...) tem que refazer, reformar e tentar controlar de alguma forma a intermediação financeira interna, buscando formas mais flexíveis, mas reguladas, de inserção no mercado financeiro internacional, se se quer ter algum futuro em um presente tão incerto.”

A recuperação da capacidade de financiamento das economias em desenvolvimento, essencial a retomada do crescimento, não pode ser solucionada, exclusivamente, pelo setor externo por causa da grande volatilidade dos movimentos de capitais de curto prazo. Tampouco pode ser executada, de forma independente, pelo setor financeiro privado, devido a sua tendência em operar no curto prazo, em condições de instabilidade e incerteza. Por conseguinte, uma vez mais o equacionamento da estrutura de financiamento da economia passa pelo Estado, sem o que os investimentos de reconversão produtiva ocorrerão apenas nas empresas melhor situadas no mercado e com maior capacidade de autofinanciamento. Noutras palavras, a ausência de um sistema de crédito público capaz de alavancar os processos de reestruturação interna mantém os objetivos latino-americanos de acesso à “modernidade” e de adesão às regras do mercado internacional como uma “utopia regressiva”. (CINTRA, 1993, pag. 122).

Para Cintra (1993), processos bem-sucedidos de liberalização dos mercados estão ligados a complexas decisões que hierarquizam, condicionam, selecionam e organizam a liberalização, não em função de critérios abstratos, mas atendendo as

¹⁵ TAVARES, M. C. da. "Las políticas de ajuste de Brasil: los limites de La resistência", BIRD, Washington, 1993.

necessidades e aos limites da base empresarial a partir da qual se definem essas políticas.

Desta forma, a liberalização teria de ocorrer em um ambiente econômico propício a sua implementação, segundo Cintra (1993, pag. 126);

Se a liberalização financeira somente deve ocorrer em uma economia estável e com mercados financeiros diversificados (inclusive mercados de capitais e investidores institucionais), então, podemos inferir que a teoria da repressão financeira nada tem a dizer, tanto no que concerne ao financiamento do desenvolvimento econômico, quanto as políticas institucionais relativas ao crescimento dos intermediários financeiros. Noutras palavras, o desenvolvimento econômico requer a definição de políticas financeira e creditícia para alavancar as empresas produtivas, de forma articulada com uma política industrial e de desenvolvimento social.

Neste sentido, Cintra (1993) aponta para uma política de crédito seletiva e com taxas de juros distintas, que estimularia os setores com mais necessidades - novas tecnologias, exportação, agricultura, pequena e média empresa, etc,- aliada a um planejamento de médio e longo prazo, e que implicará, a partir de seu amadurecimento em pressões para a liberalização, à medida que os fluxos de capitais passarem a exigir maior vigor ao acesso a todas as formas possíveis de valorização produtiva e financeira.

“Assim sendo, refutamos uma política de liberalização em si mesma, sem que os grupos econômicos tenham alcançado níveis de integração financeira e internacionalização adequados”. (CINTRA, 1993, pag. 127).

O sucesso ou o fracasso das políticas de liberalização financeira, está desta forma, subordinado em primeiro lugar, às formas de articulação dos grupos empresariais – entre as instituições financeiras e os setores produtivos e comerciais, ou seja, a articulação dos mercados financeiro e de capitais – e, em último lugar ao papel do Estado como interventor dessas articulações. (CINTRA, 1993).

3 RETROSPECTIVA DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL

Neste capítulo será apresentada uma retrospectiva do Mercado de Capitais no Brasil entre as décadas de 1930 a 1980, fornecendo um breve histórico dos fatores de maior destaque que influenciaram nosso mercado, e do cenário econômico do período, afim de possibilitar uma visão mais ampla da evolução do mercado de capitais no Brasil, até a década de 1990, o período de análise deste trabalho.

3.1 DÉCADAS DE 1930, 1940 E 1950

Na década de 30, foram decretadas duas leis que influenciaram negativamente o mercado financeiro e de capitais brasileiro por um longo período. Segundo Andrezo (2002, pag. 21), “o retardamento do desenvolvimento financeiro brasileiro pode ser atribuído, em grande parte, à vigência de dois decretos de 1933, que são”:

- Lei de Usura (Decreto nº 22.626, de 07.04.1933), que estabelece o teto máximo das taxas de juros em 12% ao ano; e
- Lei da cláusula-ouro (Decreto nº 23.501, de 27.11.1933), que veda a celebração de contratos em outra moeda que não a nacional, impossibilitando qualquer mecanismo de correção monetária.

Essas leis não tinham tanta relevância para aquele momento, devido a inflação estável da época, porém com o aumento da inflação no período do pós-guerra entre 1954 e 1964, diversos problemas ocorreram.

Na década de 40, pressionado por obrigações assumidas em 1944, na Conferência de Bretton Woods, foi criado o precedente do atual Banco Central do Brasil, a SUMOC (Superintendência da Moeda e do Crédito) em 02 de fevereiro de 1945. (ANDREZO, 2002).

Com o fim da Segunda Guerra Mundial o Brasil havia elevado seu saldo de divisas e créditos externos, devido aos entraves do comércio e ao processo de

substituição das importações, todavia, o processo de substituição das importações que já chegava a fase de bens duráveis se defrontava agora com a falta de financiamento de médio prazo.

O desenvolvimento acelerado da indústria de bens duráveis, paralelamente ao processo inflacionário, adicionou maior pressão à demanda de crédito a médio e longo prazos. Porém, os recursos disponíveis de longo prazo restringiam-se aos depósitos a prazo que declinavam à medida que a inflação acelerava, principalmente em função da Lei de Usura, que desestimulava a poupança, por meio de taxas de juros reais negativas. Ocorreu, no período, clara preferência por bens tangíveis em substituição a ativos financeiros, criando pressão sobre o mercado imobiliário. (ANDREZO, 2002, pag. 22).

Em 1946 foram criadas as Companhias de Crédito e Financiamento, que tinham por objetivo resolver a questão do crédito, porém, acabaram por financiar apenas capital de giro às empresas e crédito para aquisição de bens de consumo duráveis. Uma vez que estes dois serviços eram fornecidos de forma deficiente pelos bancos, essas Companhias acabaram se tornando um sucesso, segundo Andrezo (2002, pag. 23), “a expansão dessas Companhias foi extraordinária, o que demonstra sua importância na época: em 1952, havia 33; (...) em 1966, atingiu um total de 291”.

A década de 1950 teve como principal característica, a redução dos depósitos a prazo fixo, tendo em vista o ambiente econômico de inflação crescente do país, a estagnação da formação de poupança e a escassez de recursos na economia brasileira.

O país não dispunha de capital social básico, nem tanto, de infra-estrutura que suportasse um processo de industrialização. Desse modo, foi criado em 20 de junho de 1952 o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), com a premissa de ser um instrumento para o desenvolvimento econômico e social do país, com uma visão de longo prazo, para os segmentos público e privado. (ANDREZO, 2002).

No entanto, nos primeiros anos o BNDE centralizou-se apenas em projetos da esfera governamental, em áreas de infra-estrutura como: transportes e energia elétrica, e da construção de Brasília. Entre 1957 e 1961, o país apresentou taxas de crescimento do PIB superiores a 8%, porém o fazendo, as custas de déficits orçamentários. Em 1953 as taxas de inflação ultrapassaram 12% ao ano, agravando ainda mais a situação, e diminuindo os depósitos de médio e longo prazo. (ANDREZO, 2002).

Devido aos desestímulos à poupança de longo prazo, as empresas necessitavam de novas fontes de financiamento. Entretanto, naquele momento, não existia, no país, intermediários financeiros não-monetários, com a exceção do BNDE, (...) o mercado acionário era insignificante, (...) o que impossibilitava o lançamento de obrigações primárias sob a forma de ações. Assim, restava apenas o autofinanciamento e o endividamento, por meio de notas promissórias e dívidas com fornecedores". (ANDREZZO, 2002, pag. 24).

Com a falta de poupança interna e financiamentos externos, o governo optou pelo autofinanciamento e tributação - cambial e da própria inflação, e aumento de recolhimento. O governo emitia moeda descontroladamente para suprir a falta de recursos, com isso cobria o deficit público, mas aumentava as taxas de inflação. (ANDREZZO, 2002).

A fim de resolver o problema de crédito de médio e longo prazo, foi criada em 30 de novembro de 1959, através da Portaria nº 309, as Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento, segundo Andrezo (2002), essas instituições inovaram em matéria de instituição financeira no Brasil, e também como instrumento de captação de poupança. A utilização de letras de câmbio vendidas no mercado com o aceite da instituição financeira, mediante deságio¹⁶, reduziu gradualmente a captação via Sociedades em conta de participação.

Durante esse período, as Bolsas de Valores pouco contribuíram com recursos para as empresas. O mercado acionário no Brasil era pouco desenvolvido e o volume de negócios era restrito a poucas *blue chips*, que tinham flutuações constantes em seus preços, o que desestimulava novos investidores. (ANDREZZO, 2002).

¹⁶ O deságio não se restringia a taxa de 12% ao ano, e não era tributado, o deságio foi o pai do sistema de correção monetária.

3.2 DÉCADA DE 1960

Ao início da década de 1960, o Brasil passava por um momento muito delicado no cenário econômico, taxas de inflação crescente, poupança estagnada, e a falta de recursos para financiamentos produtivos e de infra-estrutura, limitavam o desenvolvimento do país, assim como, de um mercado de capitais ativo.

A partir de 1964 essa situação começa a se modificar, com a posse do governo militar, que deu início a uma série de reformas nunca vistas antes na economia brasileira, propondo-se a conter a inflação, garantir remuneração real aos ativos financeiros, criar um mercado de capitais eficiente, retomar as taxas de crescimento, reduzir os déficits orçamentários e dar maior flexibilidade ao setor externo. (ANDREZZO, 2002).

Para que isso se tornasse possível, segundo ANDREZZO (2002, pag. 28),

Era necessário estimular a poupança privada voluntária, e fazer o Estado abandonar o papel de criador de "poupança forçada", por meio do mecanismo emissor. Também era fundamental que o público voltasse a comprar títulos da dívida pública, para que estes se transformassem em importante meio de financiamento do déficit do Tesouro e de política monetária.

O governo Castelo Branco lançou então o PAEG (Plano de Ação Econômica do Governo), com o intuito de reformular o setor tributário e econômico. No campo tributário, a alteração mais importante foi a introdução da correção monetária, houve também, uma redistribuição dos impostos entre as diferentes esferas do Governo e a criação de diversos fundos parafiscais, como o FGTS (Fundo de Garantia por Tempo de Serviço), o PIS (Programa de Integração Social) e o PASEP (Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público). (ANDREZZO, 2002).

No sistema econômico e financeiro, o governo fomentou uma verdadeira reformulação do mercado e dos títulos negociados, assim como, da regulamentação dos investidores institucionais e do capital estrangeiro.

Uma série de Leis e decretos foram criados com o intuito de que, criando-se as condições institucionais necessárias, gozaria-se de um fluxo significativo de poupança destinado à captação empresarial. "(...) o desenvolvimento do mercado dependeria da execução da lei, de se criar o sistema, buscando investidores,

expandindo a poupança, deslocando poupança dos imóveis e de outras formas de aplicação." (MACARINI, 2006, pag. 7).

Entre as inovações que tiveram maior importância para o mercado de capitais nos anos 60, destacam-se:

1. Lei de Capitais Estrangeiros e regulamentações;
2. Lei de Correção Monetária;
3. Lei da Reforma Bancária;
4. Lei do Mercado de Capitais.

3.2.1 Lei de Capitais Estrangeiros – Lei nº 4.131, de 03.09.1962

Esta lei tinha como objetivo, disciplinar a aplicação do capital estrangeiro e as remessas de valores para o exterior, entre outras providências. (BRASIL, 1962).

De acordo com o Art. 1º, da Lei referida; consideram-se capitais estrangeiros, os bens, máquinas e equipamentos, entrados no Brasil sem dispêndio inicial de divisas, destinados à produção de bens ou serviços, bem como os recursos financeiros ou monetários, introduzidos no país, para aplicação em atividades econômicas desde que, em ambas as hipóteses, pertençam a pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no exterior. (BRASIL, 1962).

O Art. 2º prevê o princípio de isonomia entre o capital interno e o estrangeiro, ou seja, ao capital estrangeiro que se investir no País, será dispensado tratamento jurídico idêntico ao concedido ao capital nacional em igualdade de condições, sendo vedadas quaisquer discriminações não previstas na presente lei. (BRASIL, 1962).

Esta lei ainda instituiu, à SUMOC (Superintendência da Moeda e do Crédito), um serviço especial de registro de capitais estrangeiros, qualquer que fosse sua forma de ingresso no País, bem como de operações financeiras com o exterior. (Art. 3º, Lei 4.131). Todo capital estrangeiro que entrasse no país deveria ser registrado na SUMOC, a fim de garantir ao investidor, direito ao retorno das divisas efetivamente investidas ou reinvestidas no País; direito à remessa de lucros, dividendos e juros sobre o capital próprio; e direito ao reinvestimento em moeda estrangeira dos recursos remissíveis.

Esta lei também estabeleceu diversos dispositivos cambiais, fiscais, entre outras disposições. Segundo Andrezo (2002, pag. 30), “esta lei é o estatuto básico dos capitais estrangeiros e possibilitou uma articulação mais estreita do Brasil com os investidores internacionais”.

3.2.2 Lei de Correção Monetária – Lei nº 4.357, de 16.07.1964

Esta lei autorizou a emissão de Obrigações do Tesouro Nacional – ORTN, e alterou a legislação do imposto sobre a renda, entre outras providências. (BRASIL, 1964).

Esta lei tinha o principal objetivo de combater o déficit orçamentário da União, que era principal causa do processo inflacionário. Para isso, procurou-se aumentar a arrecadação tributária, por meio de correção monetária, e suavizar este aumento com a emissão de Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional. (ANDREZO, 2002).

A reforma tributária tinha o propósito de aumentar a arrecadação sem prejudicar o contribuinte, a maneira encontrada para atingir tal propósito foi por meio de mecanismos de correção monetária, que buscavam eliminar as deformidades causadas pela inflação. A correção monetária tornou-se obrigatória para os ativos imobilizados das empresas, assim como, aos débitos fiscais em atraso, o que demonstrava a preocupação do governo em tornar o sistema tributário o mais igualitário possível.

As ORTNs cobriam os déficits públicos, funcionavam como determinantes do índice de correção monetária, visavam o desenvolvimento de um mercado de títulos públicos para financiamento não inflacionário, e possibilitavam as operações de mercado aberto. A correção monetária foi atrelada principalmente às ORTNs, porém, simultaneamente foram criados controles de preços específicos a algumas áreas, por meio de autorizações legais (salários públicos, taxa de câmbio, etc.), e sistema de indicadores específicos (salários, aluguéis, etc.). (ANDREZO, 2002).

As altas taxas de inflação representaram um grande entrave no desenvolvimento do nosso mercado de capitais. A instituição da correção monetária procurou minimizar os efeitos inflacionários, ao permitir, por um lado, remuneração real aos portadores de títulos e valores mobiliários e, por outro lado, a tributação das empresas em base realista. Essa inovação contribuiu para a formação de um Mercado de Capitais de porte e sofisticação razoáveis. (ANDREZO, 2002, pag. 33).

A correção monetária foi criticada durante um tempo, pois acreditava-se que ela criava expectativas inflacionárias para os próximos períodos, fazendo com que a inflação aumentasse, tornando-se um círculo inflacionário.

3.2.3 Lei da Reforma Bancária – Lei nº 4.595 de 31.12.1964

Esta lei dispunha sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, criou o Conselho Monetário Nacional (CMN) entre outras providências. Esta lei reformulou todo o Sistema Financeiro Nacional, enumerando os componentes do sistema, e estabelecendo suas competências de acordo com a área de atuação de cada um. (BRASIL, 1964).

Segundo Andrezo, (2002), pela exposição de motivos, esta lei visava a dois objetivos fundamentais:

- Estabelecer uma administração monetária federal eficiente e flexível, de forma a conter o processo inflacionário sem afetar o ritmo do desenvolvimento;
- Promover as modificações no regime jurídico das instituições financeiras privadas, de modo que sua atuação contribuísse para a utilização mais eficiente dos recursos financeiros nacionais, promovesse distribuição mais equitativa desses recursos e facilitasse o desenvolvimento harmônico das diferentes regiões do País.

A lei 4.595, estruturou o sistema financeiro nacional, que passou a ter a seguinte composição e atribuições:

- Conselho Monetário Nacional (CMN)

O CMN passou a ser a maior autoridade do Sistema Financeiro Nacional. De acordo com o Art. 2º, “fica extinto o Conselho da atual SUMOC, e criado em substituição, o Conselho Monetário Nacional, com a finalidade de formular a política da moeda e do crédito como previsto nesta lei, objetivando o progresso econômico e social do País.” (BRASIL, 1964).

- Banco Central da República do Brasil (BACEN)

A atual SUMOC é transformada em autarquia federal, sob a denominação de Banco Central da República do Brasil, a Carteira de Redescontos, a Caixa de Mobilização Bancária, e a fiscalização bancária do Banco do Brasil S.A., também foram extintas e suas atribuições e prerrogativas legais passaram ao Banco Central.

Compete ao Banco Central da República do Brasil cumprir e fazer cumprir as disposições que lhe são atribuídas pela legislação em vigor e as normas expedidas pelo Conselho Monetário Nacional. (BRASIL, 1964).

- Banco do Brasil S.A (BB)

Ao Banco do Brasil S. A. compete sob a supervisão do Conselho Monetário Nacional, atuar como um instrumento de execução da política creditícia e financeira do Governo Federal, sendo ele o principal executor de políticas de crédito e rural e agente pagador e recebedor fora do País. (BRASIL, 1964).

- Instituições financeiras públicas e privadas

O Art. 17, da referida Lei, conceitua como “instituições financeiras, (,,), as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros”. (BRASIL, 1964).

3.2.4 Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 4.728 de 14.07.1965

Esta lei tinha por objetivo disciplinar o mercado de capitais e estabelecer medidas para o seu desenvolvimento. Foi a primeira lei a considerar o mercado de capitais isoladamente, e fundamental para a estruturação do Sistema Financeiro Nacional.

O mercado de capitais, que até então não tinha quase nenhuma participação no mercado financeiro nacional, passou a apresentar novas oportunidades para mudanças. Segundo Andrezo (2002, pag., 49), “o mercado de capitais, teve pouca importância na economia até meados dos anos 60, (...), uma vez que sua finalidade e seu processo de operações haviam sido deturpados pelo processo inflacionário”.

A lei do mercado de capitais visava três objetivos principais:

- Instituir padrões de conduta para os participantes do mercado;
- Criar novas instituições e fortalecer as existentes; e
- Conceder incentivos às companhias que abrissem seu capital.

O mercado de capitais seria disciplinado pelo Conselho Monetário Nacional e fiscalizado pelo BACEN, e o acesso aos mercados financeiro e de capitais, só poderia ser feito através das sociedades emissoras de títulos ou valores mobiliários, não podendo nem mesmo as próprias sociedades emissoras negociar seus títulos.

As Bolsas de Valores passaram a ter autonomia administrativa, financeira e patrimonial, e operarão sob a supervisão do BACEN, de acordo com a regulamentação expedida pelo Conselho Monetário Nacional.

Esta lei também estabeleceu regras relativas à publicidade, as instituições emissoras de títulos, teriam agora de demonstrar a situação econômica e financeira da sociedade, sua administração e aplicação dos seus resultados; a fim de garantir proteção dos interesses dos portadores de títulos e valores mobiliários distribuídos nos mercados financeiro e de capitais.

Novos instrumentos para aplicação de capital foram criados (ações e debêntures transferíveis por endosso, bancos de investimento, certificados de depósito bancário e em garantia, etc.) com a finalidade de incentivar a poupança e o desenvolvimento do mercado. (BRASIL, 1965).

As leis apresentadas acima foram fundamentais para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Com o intuito de fomentar o desenvolvimento econômico do país, diversas outras leis também fizeram parte do quadro que reestruturou o sistema financeiro na década de 1960 entre elas estão; a Lei de criação do Banco Nacional da Habitação, a Resolução de Auditor Independente, a Regulamentação de Seguros, as Sociedades de Capitalização, além da adoção de novas medidas tomadas em virtude das dificuldades econômicas e financeiras, causadas por uma crise no consumo e redução na produção.

A década de 1960 marcou um importante período para o mercado de capitais no Brasil, até a década de 60, os brasileiros investiam a maior parte de suas reservas em ativos reais (imóveis), evitando aplicações em títulos de valores mobiliários, visto o ambiente de alta inflação e a lei de usura, que limitava a taxa de juros a 12% ao ano.

3.3 DÉCADA DE 1970

A década de 1970 inicia-se impulsionada por uma fase de crescimento que começou em 1968, segundo Andrezo (2002, pag. 81), “este crescimento deveu-se em parte, às reformas ocorridas no período anterior e às condições internacionais favoráveis”. As taxas de crescimento médias no período de 1967 à 1973, ficaram em torno de 10,5% ao ano¹⁷.

No mercado de capitais, também houveram mudanças significativas em questão de crescimento, nas palavras de Macarini, (2006, pag. 8):

O ano de 1969 foi um divisor de águas na evolução do mercado de ações. Até então o seu desempenho era inexpressivo e não exibia nenhuma tendência clara de expansão. Nesse ano, porém, o volume de transações (Bolsa de Valores do Rio de Janeiro e de São Paulo, somadas) simplesmente multiplicou-se por cinco, (...) A forte ampliação do volume de negócios refletiu-se numa intensa valorização dos títulos: o IBV (Índice da Bolsa de Valores) do Rio de Janeiro acumulou uma espetacular valorização de 484% em relação a 1968, enquanto o índice Bovespa multiplicou-se por 2,2.

¹⁷ “Até esta data, temos o período denominado “Milagre Econômico”, de grande crescimento. Depois, de 1973 a 1979, há manutenção forçada do crescimento, contrariando a tendência mundial de retração (...)”. (ANDREZO, 2002, pag. 81).

A tabela 1, ilustra o volume de transações nas Bolsas de Valores do Rio de Janeiro e São Paulo, entre os anos de 1961 e 1978, em milhões de cruzeiros reais à preços de 1978. Observando a tabela, verifica-se que no ano de 1969, o volume de transações apresentou um crescimento expressivo comparado aos anos anteriores, em relação ao ano de 1968, o crescimento foi de cerca de 400%, o ano de 1970 apresentou um crescimento de aproximadamente 60% em relação à 1969 alcançando um saldo de Cr\$ 34.011 bilhões, o pico dessas elevadas taxas de crescimento se deu em 1971, quando o volume de negociações alcançou a casa do Cr\$ 156.901 bilhões representando um crescimento superior a 350% em relação a 1970, se comparado as médias entre os anos de 1961 e 1968, que eram de Cr\$ 3.846 bilhões, o crescimento é ainda mais surpreendente.

**TABELA 1 - VOLUME DE TRANSAÇÕES NAS BOLSAS DE VALORES
RIO DE JANEIRO E SÃO PAULO - AÇÕES - 1961 - 1978
CRUZEIROS REAIS (PREÇOS REAIS 1978)**

Período	Cr\$ milhões de 1978	Período	Cr\$ milhões de 1978
1961	2.122,8	1970	34.011,3
1962	3.886,5	1971	156.901,1
1963	5.587,7	1972	93.919,5
1964	3.981,5	1973	80.722,1
1965	4.799,1	1974	47.579,9
1966	2.487,7	1975	73.131,0
1967	3.497,0	1976	54.804,6
1968	4.409,1	1977	52.359,1
1969	21.898,9	1978	52.960,0

FONTE: MACARINI, (2006).

Este volume crescente de recursos obtido pelo mercado acionário, se deu em grande parte devido aos incentivos fiscais concedidos pelo governo e também pelas medidas implementadas na década anterior; houve uma grande procura de ações por parte dos investidores sem que houvesse crescimento das emissões de títulos pelas empresas, criando um forte movimento especulativo; o que provocou um “boom” repentino da Bolsa do Rio de Janeiro e um aumento considerável na Bolsa de São Paulo. (ANDREZO, 2002).

O auge da bolha se deu nos meses de maio e junho de 1971, conforme demonstra a tabela 2, que apresenta a evolução de negócios com ações de banco e companhias, no ano de 1971, em milhões de cruzeiro reais à preços de 1971. No mês de maio o total de captação da BOVESPA e BVRJ, foi quase 100% superior ao mês de abril, e ainda maior se comparado a média dos quatro primeiros meses do ano. O mês de junho apresentou queda de aproximadamente 10% ao mês de maio, mas ainda apresentando um valor superior ao registrado nos meses anteriores.

A partir de julho de 1971, teve início um processo de realização de lucros por alguns investidores, aliado a novas emissões que começaram chegar às bolsas, aumentando a oferta de ações e agravando o quadro, fazendo com que investidores intimidados procurassem vender seus títulos, e acarretando em um movimento de queda das bolsas. (MACARINI, 2006).

TABELA 2 - EVOLUÇÃO DE NEGÓCIOS COM AÇÕES DE BANCOS E COMPANHIAS
Cr\$ MILHÕES (PREÇOS DE SETEMBRO/ 1971)

Ano de 1971	Bovespa	BVRJ	Total
Janeiro	523,0	929,0	1.452,0
Fevereiro	525,0	696,0	1.221,0
Março	947,0	1.357,0	2.304,0
Abril	912,0	1.374,0	2.286,0
Maio	1.664,0	2.481,0	4.145,0
Junho	1.763,0	1.978,0	3.741,0
Julho	1.010,0	1.191,0	2.201,0
Agosto	852,0	1.089,0	1.941,0
Setembro	854,0	1.011,0	1.865,0
Outubro	901,0	863,0	1.764,0
Novembro	598,0	793,0	1.391,0
Dezembro	1.037,0	1.013,0	2.050,0

FONTE: MACARANI, (2006).

O movimento de alta, conhecido como "boom de 1971", apesar de muito significativo teve curta duração, e suas conseqüências foram vários anos de mercado debilitado. "Esse acontecimento prejudicou a evolução do mercado acionário brasileiro, pois foi preciso reconquistar a confiança do investidor, por meio de diversas inovações legais. Um aspecto positivo dessa situação foi a injeção inicial de volumes significativos de recursos para empresas." (ANDREZO, 2002, pag. 82).

Este período também foi marcado pela grande entrada de capital externo. No início, a entrada de capitais estrangeiro era limitada pelo estabelecimento de prazos mínimos para o resgate, porém, na medida em que o mercado se tornava dependente desse capital, essas restrições foram desaparecendo, amparadas pela justificativa de necessidade de recursos para o crescimento interno. (ANDREZO, 2002).

No cenário econômico começaram a surgir problemas no fim de 1973, como a inflação e problemas na balança comercial, causados pelo rápido crescimento econômico verificado no período anterior. Manter o nível de crescimento da economia dependia de uma situação externa favorável. Entretanto, isso tornou-se praticamente impossível, pois neste ano verificou-se o primeiro choque do petróleo. (ANDREZO, 2002).

Em fins de 1974, o Governo implementou o II PND (Plano Nacional de Desenvolvimento), que visava promover o ajuste interno, e manter os níveis de crescimento em 10% ao ano, porém não ocorreu com sucesso.

A partir de 1975, notou-se uma aparente recuperação do mercado, conforme tabela 1, devido a novos aportes de recursos (reservas técnicas das seguradoras, recursos do Fundo PIS/PASEP, criação das Sociedades de Investimento para captar recursos externos e aplicar no mercado de ações), e maiores investimentos por parte dos Fundos de Pensão, todavia, esta recuperação foi seguida por uma nova queda e estagnação entre os anos de 1976 a 1978. (ANDREZO, 2002).

Ao longo da década, diversos incentivos foram adotados visando estimular o crescimento do mercado, tais como: a isenção fiscal dos ganhos realizados nas bolsas de valores, a possibilidade de abater do imposto de renda parte dos valores aplicados em ações decorrentes de aumentos de capital e programas de financiamento do BNDES com juros subsidiados.

Foi nesse cenário de estagnação e tentativa de recuperação do mercado acionário que, em 1976, foram introduzidas duas novas leis, ainda em vigor: a Lei nº 6.385 considerada a Segunda Lei do Mercado de Capitais, e a Lei nº 6.404, Nova Lei das Sociedades por Ações.

3.3.1 Segunda Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385, de 07.12.1976

Esta lei dispunha sobre o mercado de valores mobiliários e criou a Comissão de Valores Mobiliários.

Segundo a exposição de motivos, esta lei e a nova Lei das Sociedades por ações destinavam-se a fortalecer as empresas sob controle de capitais privados nacionais e assegurar o funcionamento eficiente e regular do mercado de valores mobiliários, propiciando a formação de poupanças populares e sua aplicação no capital destas empresas. (ANDREZO, 2002, pag. 112).

O CMN era quem disciplinava o mercado de valores mobiliários até esta data, e o Banco Central era quem o fiscalizava. Porém, devido ao crescimento deste mercado na década de 1970, verificou-se a necessidade de criar um órgão que absorvesse as funções exercidas pelo Banco Central, para isso, foi criada a CVM (Comissão de Valores Mobiliários), uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, com vasto poder para disciplinar e estabelecer medidas de atuação no mercado de valores mobiliários. “A CVM foi instituída nos mesmos moldes da SEC americana (*Securities and Exchange Commission*), criada em 1934”. (ANDREZO, 2002, pag. 112).

3.3.2 Lei das Sociedades por Ações - Lei nº 6.404, de 15.12.1976

Também conhecida como a Nova Lei das Sociedades por Ações e Lei das Sociedades Anônimas, esta lei dispunha sobre estas companhias, e tinha o objetivo de modernizar as regras que regulavam as sociedades anônimas, até então regidas por um Decreto - Lei de 1940.

Segundo sua exposição de motivos, esta lei visava, basicamente criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no país, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem contudo, uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito as regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas

iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de rentabilidade e segurança. (ANDREZO, 2002, pag. 118).

Desta forma, dois aspectos tiveram de ser considerados: aumentar o leque de opções de valores mobiliários, e oferecer ao investidor certa confiança quanto à sua perspectiva, de que o risco que esta assumindo é compatível com o grau de rentabilidade do investimento. (ANDREZO, 2002).

As duas leis citadas acima foram as mais importantes nessa década para o mercado de capitais, outras inovações também foram criadas neste período com este intuito, entre elas estão: segundo Andrezo (2002):

- regulamentação dos fundos mútuos de investimento em 1970;
- novas regras sobre auditores independentes em 1972;
- criação do SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia, em 1972;
- reservas monetárias, instituídas pelo Banco Central;
- legislação sobre intervenção e liquidação extrajudicial em 1974;
- regulamentação dos investimentos estrangeiros no mercado de capitais;
- regulamentação das entidades de previdência privada em 1977.

Em relação ao Mercado de Capitais nos anos 70 pode-se dizer que houveram grandes modificações. O “boom” de aplicações em bolsa no início da década, deu ao mercado de capitais brasileiro uma idéia da importância deste mercado para a economia de um país. Ademais este aparente florescimento e todos os outros incentivos concedidos, o mercado de capitais não apresentou o crescimento esperado.

3.4 DÉCADA DE 1980

A década 1980 tem início, e a principal preocupação do governo é o controle da inflação crescente. Mesmo após dois choques do petróleo, elevação dos juros internacionais e contração do comércio, o governo manteve sua política econômica de captação de recursos externos para financiar seus gastos internos e seu crescimento. (ANDREZO, 2002).

Em 1982 esta situação ficou ainda pior, devido a suspensão de créditos externos ao país e também à fuga de capitais que se observava, dessa forma o país ficou à mercê do setor público e de recursos internos. (ANDREZO, 2002).

Neste ano, processo de ajustamento externo passou a ocorrer sob a tutela do Fundo Monetário Internacional (FMI), que adotou as seguintes medidas:

- contenção do consumo interno, através da elevação das taxas de juros internas, e redução do salário real; e
- elevação do consumo externo, por meio de maxidesvalorização do cruzeiro e de subsídios e incentivos à exportação.

Este programa conseguiu controlar o déficit externo, porém não conseguiu controlar as contas internas, a inflação, e a retomada do crescimento interno.

Em relação ao mercado de capitais, permaneceu em baixa de 1982 a 1984 quando apresentou uma melhora que permaneceu até 1986, o mercado acionário operou em alta devido à euforia de consumo do Plano Cruzado, a redução das taxas de juros e a expectativa de crescimento. (ANDREZO, 2002). Até 1986 as principais inovações criadas para o mercado de capitais foram:

3.4.1 Mercado de opções e mercado futuro (Instrução CVM nº 14, de 17.10.1980, e Instrução CVM nº 19, de 11.12.1981)

Apesar das negociações no mercado futuro já terem iniciado em 1979, a CVM só regulamentou o mercado na década de 1980.

Entre algumas características diferentes nesta regulamentação, estavam os contratos a termo e futuros que possibilitam neutralizar o risco, na medida em que

fixa-se a obrigação de compra e venda no futuro por um determinado preço, e os contratos de opção, que fornecem proteção contra oscilações adversas dos preços no futuro, dando a possibilidade de o agente tirar proveito destas oscilações. Nestes mercados atuam basicamente três participantes: *hedgers* (participantes que visam principalmente garantia ou proteção), especuladores (participantes que compram e vendem ativos com o principal objetivo de ter lucro) e os arbitadores (participantes que tentam tirar proveito entre dois ou mais ativos ou mercados). (ANDREZO, 2002).

3.4.2 Clubes de Investimento (Instruções CVM nº 40, de 07.11.84; e nº 45 de 21.08.1985 e nº 54, de 09.07.1986)

“O clube de investimento é um condomínio constituído por pessoas físicas, as quais tem o objetivo de reunir suas poupanças para aplicação conjunta em títulos e valores mobiliários”. (ANDREZO, 2002, pag. 157). Os clubes de investimento eram uma alternativa para pequenos investidores entrarem no mercado de capitais. Havendo incentivos, esta modalidade poderia representar uma forte fonte de captação de poupança para o mercado de capitais.

3.4.3 Bolsa Mercantil & Futuros – 1985

Em julho de 1985, foi criada a Bolsa Mercantil e de Futuros, BM&F, porém só começou a operar em janeiro de 1986. Logo, ela assumiu posição de destaque em relação às suas semelhantes, visto oferecer produtos financeiros de diversas modalidades de operação.

3.4.4 Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos – CETIP – criada em 06.03.1986

A Cetip foi criada devido ao crescimento da demanda no mercado de títulos privados, e devido à necessidade de um sistema mais seguro e agíl, para estes negócios. Foi criada pelo Banco do Brasil em conjunto com a ANDIMA (Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro) e instituições financeiras, e passou a funcionar com um moderno sistema de registro de operações, em três grandes módulos: custódia, negociação e liquidação. (ANDREZO, 2002)

3.4.5 Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional (Lei nº 7.492, de 16.06.1986)

“Esta lei representava velha aspiração das autoridades e do povo no sentido de reprimir com energia as constantes fraudes observadas no Sistema Financeiro Nacional, especialmente no mercado de títulos e valores mobiliários”. (ANDREZO, 2002, pag. 170).

3.4.6 Planos de Poupança e Investimento – PAIT (Decreto-Lei nº 2.292, de 21.11.1986)

“A tendência da taxa bruta de poupança interna, verificada no país naquela época, era incompatível com as metas de crescimento econômico (...). Portanto, para alcançar esses objetivos, era imprescindível criar novos mecanismos de poupança, que reduzissem o ímpeto de consumo.” (ANDREZO, 2002, pag. 173).

Este plano era destinado à incentivar a formação voluntária de poupança em carteira de títulos e valores mobiliários, em benefício do trabalhador. Este plano poderia ser individual, quando o próprio trabalhador o criasse, ou empresarial, quando criado por pessoa jurídica em benefício de seus empregados.

Relativamente à economia, o período entre 1985 e 1990 foi marcado por diversos planos econômicos, que tinham como principal objetivo conter a inflação, proporcionar estabilidade econômica, renegociar a dívida externa, e resolver problemas ligados ao câmbio e as contas públicas. Foram eles:

3.4.7 Planos econômicos

Entre os anos de 1986 e 1989, foram instituídos três Planos econômicos com o principal objetivo de conter a inflação.

O Plano Cruzado, instituído em 1986, deveria conter a inflação, que girava em torno de 14% a 16% ao mês. A principal medida adotada para reverter essa situação, foi o congelamento dos preços, a taxa de câmbio foi fixada e descartou-se a possibilidade de uma maxidesvalorização. A euforia do público e a forte política de uma “inflação zero” resultaram em grande fiscalização nos preços e impediram uma natural correção de preços, gerando distorções. (ANDREZO, 2002).

O Plano Bresser do ano de 1987, estabeleceu congelamento de preços e salários, sendo que os valores deveriam ser revistos a cada três meses, também houve desvalorização cambial e minidesvalorizações diárias. Este plano não buscava inflação zero e nem eliminar a indexação, somente conter a inflação e o déficit público. (ANDREZO, 2002).

E no Plano Verão de 1989, foi adotada uma política que visava estabilizar a inflação em 15% ao mês e reduzir o déficit fiscal, por meio de contenção salarial e congelamento de empréstimos ao setor público. O então Ministro Máílson da Nóbrega deu continuidade as renegociações iniciadas por Bresser Pereira, e em 03 de janeiro de 1989, ele conseguiu suspender a moratória. (ANDREZO, 2002).

No mercado acionário, observou-se uma queda em 1987 da alta iniciada em 1984, segundo Andrezo (2002, pag. 159) “o mercado acionário se retraiu e só voltou a se recuperar seis anos depois. O período seguinte foi caracterizado por altas taxas de juros, e os lançamentos de títulos concentraram-se nas debêntures”. O ano de 1987, também foi marcado pelo empenho em se atrair investimentos estrangeiros para nosso mercado, através da resolução nº 1.289 e seus anexos.

3.4.8 Anexos I, II, III – Investimentos Externos (Resolução CMN nº 1.289 de 20.03.87)

“A partir de 1987, pode-se verificar uma maior abertura do mercado nacional ao investidor estrangeiro. Essa já era uma tendência mundial há alguns anos, devido ao processo de globalização. Entretanto o Brasil se inseriu neste contexto tardiamente devido à crise da dívida externa (...) e à regulamentação vigente até então.” (Andrezo, 2002, pag. 176).

A resolução 1.289, com seus anexos I, II e III, foi o primeiro passo de nosso mercado de capitais em direção a abertura do mercado, foi o que abriu as portas ao investimento estrangeiro no país.

O Anexo I – Sociedades de Investimento – Capital Estrangeiro (SICE), eram sociedades anônimas, formadas por pessoas físicas ou jurídicas residentes no exterior, com interesse em aplicar seus recursos em carteiras de títulos e valores mobiliários. (ANDREZO, 2002).

O Anexo II – Fundo de Investimento – Capital Estrangeiro (FICE), era semelhante aos objetivos do Anexo I, esses fundos deveriam ser constituídos sob a forma de condomínio aberto, sem personalidade jurídica.

E por fim, o Anexo III – Carteira de Títulos e Valores Mobiliários, tinha o objetivo semelhante aos objetivos do Anexo I e II, eram formadas por entidades de investimento coletivo.

A criação destes instrumentos aliado a renegociação da dívida e a perspectiva de ajuste econômico do país, desencadearam a entrada de capitais estrangeiros em nosso mercado, apesar de não ter atraído grandes montantes, devido à procedimentos burocráticos e administrativos existentes, esta resolução com seus anexos, marcou uma fase nova para nosso mercado de capitais, ou seja, de abertura ao investimento estrangeiro. (ANDREZO, 2002).

Entre outras inovações que tiveram importância para o mercado de capitais na década de 1980, estão a criação das Sociedades Distribuidoras, a Instrução da CVM nº 31 de Ato ou Fato Relevante, os Fundos de Conversão da Dívida, as Resoluções nº 1.655 e 1.656 – Bolsas de Valores e Sociedades Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários, entre outras.

4 ANÁLISE EMPÍRICA

O mercado de capitais no Brasil, em especial o mercado de ações, passou nos anos 1990 por um período de expansão, principalmente quando se considera o aumento do investimento estrangeiro, o número de companhias com capital aberto, o aumento das emissões primárias, e a ampliação do mercado secundário.

Este crescimento está intimamente ligado a melhora que algumas variáveis macroeconômicas apresentaram no período e a fatores liberalizantes do mercado. Assim, entre os fatores que possivelmente propiciaram a ascensão do mercado de capitais na década de 1990 estão; a retomada do crescimento econômico, a queda da inflação e das taxas de juros, a interação com os mercados externos, e à entrada de novos participantes no mercado.

4.1 DETERMINANTES DA EXPANSÃO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL

De acordo com Carvalho (2000, pag. 597), “a década de 90 testemunhou o crescimento da importância relativa do mercado de capitais no Brasil. Uma série de mudanças no quadro macroeconômico e regulatório no início da década - estabilização da economia, abertura comercial, abertura para investimentos estrangeiros em bolsas etc. - tornou o mercado brasileiro mais atraente e acessível aos investidores internacionais”.

Confirmando nas palavras de Barros, *et al* (2000, pag. 10),

As hipóteses básicas que sustentam a crença na possibilidade do desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil são a retomada do crescimento, a queda dos juros reais, o aumento da competição com a entrada de novos players nacionais e/ou internacionais, a maior sintonia do Brasil com os mercados internacionais, a revolução tecnológica em curso¹⁸ e um espaço para a bolsa brasileira cumprir o papel de uma bolsa de acesso.

¹⁸ Neste trabalho não iremos abordar a revolução tecnológica em curso como um fator propiciante do crescimento do mercado de capitais no Brasil na década de 1990, visto que o período de análise proposto aqui é de 1990 à 1999, e a principal inovação tecnológica ocorrida neste período para o mercado de capitais brasileiro, ocorreu com a chegada do “home broker”, que permite realizar consultas e transações de ações via internet, porém este dispositivo só chegou ao Brasil em 1999, fim do período analisado.

Tendo em vista as divergências que levaram ao crescimento do mercado de capitais no Brasil na década de 1990. Neste trabalho, acredita-se a princípio que os principais pontos de estímulo ao crescimento do mercado de capitais tenham sido: a liberalização do mercado de capitais, o controle da inflação, a queda das taxas de juros e da retomada do crescimento econômico.

Sendo assim, a implantação do Plano Real em 1994, surge como principal fomentador desta situação favorável às variáveis macroeconômicas, e a regulamentação conhecida como Anexo IV de 1991 (Resolução 1.289 do CMN) como principal articulador da liberalização do mercado de capitais brasileiro para investimentos externos, proporcionando a maior interação com os mercados externos, e à entrada de novos *players* no mercado.

A seguir será apresentado um breve histórico da Regulamentação Anexo IV e do Plano Real afim de se verificar a real influência que exerceram sobre as variáveis mencionadas.

4.1.1 Anexo IV, investimento estrangeiro

Conforme já mencionado acima, o crescimento do mercado de capitais no Brasil na década de 1990 se deu graças à melhora que algumas variáveis macroeconômicas apresentaram no período e a fatores liberalizantes do mercado, que propiciaram ao mercado oferecer condições mais atrativas aos investidores internos e externos. Segundo Leal e Rêgo (1997, pag. 1), a respeito dos investimentos externos, “o aumento dos fluxos de investimento para os países em desenvolvimento indica que esses mercados estão se tornando mais acessíveis e atraentes para o investidor estrangeiro”.

Segundo Howell¹⁹ (1993, citado por Leal e Rêgo, 1997), “de 1986 a 1992 cresceu de 2% para 28% a fatia dos investimentos novos em mercados emergentes em relação ao total investido nos mercados de ações por investidores estrangeiros no mundo”.

¹⁹ HOWELL, M. “**Institutional Investors as a Source of Portfolio Investment in Developing Countries**,” in CLAESSENS, Stijn, GOOPTU, Sudarshan, editores, *Portfolio Investment in Developing Countries*, World Bank Discussion Paper n. 228, p. 78-87, Set., 1993.

Este aumento seria uma consequência, da retirada das barreiras ao investimento externo, assim como da estabilização econômica dos países em desenvolvimento. De acordo com Leal e Rêgo (1997, pag. 1);

A remoção de barreiras ao investimento estrangeiro é uma tendência entre os mercados emergentes. Tornar mais fácil a entrada e saída de recursos, permitir o acesso a todas ou certas classes de ações, facilitar a emissão e negociação de ações no exterior e regular a atuação de investidores institucionais e de instituições financeiras nos diversos mercados domésticos fazem parte do elenco de medidas usuais.

Segundo Claessens e Rhee²⁰ (1994, citado por Leal e Rêgo, 1997), “os chamados países emergentes têm passado nos últimos anos por um processo de abertura e de ajustes econômicos que tornou-os mais acessíveis e atraentes ao investimento estrangeiro”.

Desta forma, o Brasil também se integrou a essa tendência mundial, afim de facilitar o acesso do capital estrangeiro no país, e foi a partir de 1987 com a Resolução nº 1.289 do Conselho Monetário Nacional e seus anexos, I, II e III, que este processo teve início. Porém, foi sem dúvida a partir da criação de seu Anexo IV em 31 de maio de 1991, que regulamenta a entrada de capital estrangeiro de risco no país, para investimento no mercado de capitais, que efetivamente o mercado foi “liberalizado”.

De acordo Leal e Rêgo, (1997, pag. 2), (...) o Anexo IV é a legislação chave para a liberalização do mercado brasileiro ao investidor estrangeiro.” Para Andrezo, (2002, pag. 224) “este anexo permitiu aos investidores externos operar diretamente nas bolsas brasileiras de acordo com regras bastante flexíveis. (...) O Anexo IV é o instrumento que permite ao investidor institucional estrangeiro investir no mercado de capitais brasileiro, por meio da constituição de uma carteira.”

O resultado da implementação do Anexo IV, foi traduzida na entrada significativa de investimentos externos direcionados ao mercado de capitais, “em virtude da flexibilidade de sua carteira, da facilidade de se obter registro junto à CVM e ao BACEN e da simplicidade dos demonstrativos obrigatórios.” (ANDREZO, 2002, pag. 226).

²⁰ CLAESSENS, S.; RHEE, M. “The Effect of Equity Barriers to Equity Investment in Developing Countries”, in Jeffrey A. Frenkel, editor, The Internationalization of Equity Markets, The University of Chicago Press, pp.231-271, 1994.

4.1.2 O Plano Real e o mercado de capitais

O Plano Real foi criado em junho de 1994 no governo do então presidente Itamar Franco, este plano tinha por objetivo a estabilização econômica no país, através de mecanismos que permitiram ampla abertura ao comércio exterior. O Plano Real, tornou possível o controle da inflação, a queda das taxas de juros nominais e a retomada do crescimento em nossa economia, assim como o aumento da integração de nosso sistema financeiro aos mercados internacionais, provocando intensas modificações em nosso sistema financeiro e do mercado de capitais.

De acordo com Andrezo (1999), o Plano Real surgiu em um ambiente econômico mundial de elevada liquidez nos mercados financeiros desenvolvidos. Internamente, o plano de estabilização pretendia controlar a inflação mediante a liberação de nossa economia ao comércio mundial, especialmente às importações, com uma taxa de câmbio que apresentava elevada apreciação de nossa moeda frente ao dólar americano.

Confirmando, para Lameira (2004, pag. 96), “o Plano Real, (...) proporcionou o controle da inflação em nossa economia através de mecanismos que permitiram uma ampla abertura ao comércio exterior, da mesma forma como aumentou a integração de nosso sistema financeiro aos mercados financeiros internacionais. Desse modo, o Plano Real provocou intensas modificações em nosso sistema financeiro”.

A seguir, são apresentadas as variáveis, Inflação, Produto Interno Bruto, e Taxa de juros, afim de se verificar a interação com o Plano Real.

4.1.2.1 Inflação

A inflação que há tempos configurava um problema crônico no Brasil, foi controlada como pode ser verificado no gráfico 1, que ilustra a evolução do IGP-M - Índice Geral de Preços de Mercado (calculado pela Fundação Getúlio Vargas - FGV) no período compreendido entre 1990 e 1999. Se comparados os valores no período analisado, pode ser verificado o êxito que o plano obteve no controle da variação de preços na economia. A taxa que já seguia uma trajetória ascendente desde 1991, atingiu seu cume em 1993 quando alcançou a marca de 2.567,37% no ano, em 1994, com a implantação do Plano Real já na metade do ano, esta taxa teve uma queda proporcional ao período de implantação, e ficou na marca de 1.246,62% no ano, porém o resultado efetivo pode ser verificado em 1995, quando a inflação ficou na casa dos 15,24% ao ano, representando uma queda de quase 99% da taxa verificada em 1994. A partir deste ano, ela se manteve estabilizada, sendo verificado um leve aumento somente em 1999, para 20,10%, devido à crise cambial ocorrida ao final de 1998.



GRÁFICO 1 – Inflação – Brasil (1990 – 1999).
FONTE: Ipeadata, (2008).

4.1.2.2 Crescimento econômico

O crescimento econômico do país também apresentou uma grande melhora, como pode ser verificado através do gráfico 2, que ilustra a evolução do Produto Interno Bruto – PIB (calculado em milhões de reais, pelo IBGE), no período entre 1990 e 1999. De 1990 a 1993 o PIB apresentava crescimento praticamente nulo, em 1993 o acumulado do PIB era de R\$ 14.097 bilhões no ano, em 1994 este volume saltou para R\$ 349.204 bilhões representando um crescimento de cerca de 2.400% superior a 1993, a partir deste ano o saldo segue uma trajetória crescente, em 1995 o valor já era de R\$ 705.640 bilhões, mais de 100% superior ao ano anterior. Em 1999, o PIB já alcançava um total de R\$ 1.064.999,71 trilhões, mais de 50% superior a 1995.

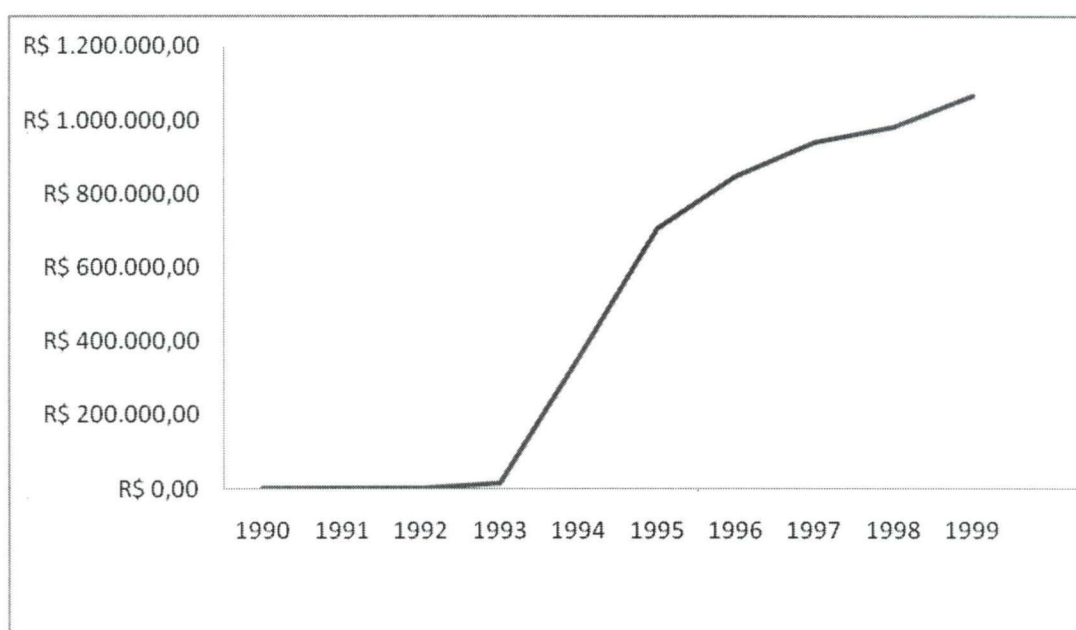


GRÁFICO 2 – PIB – (R\$ milhões) – Brasil (1990 – 1999).
FONTE: Ipeadata, (2008).

4.1.2.3 Taxa de Juros Nominal

O Plano Real também promoveu a queda nas taxas de juros nominal, como pode ser verificado no gráfico 3, que apresenta a evolução da Taxa de Juros – Over / Selic (calculado pelo Banco Central do Brasil), no período de 1990 e 1999. A taxa de juros mantinha uma trajetória totalmente irregular desde 1990 quando atingiu seu ponto máximo de 82,04% no mês de fevereiro, a partir daí pode observar-se altas e quedas freqüentes, até a metade de 1992, quando verifica-se uma tendência crescente das taxas, tendo o seu ponto máximo desde 1990, em junho de 1994 quando apresentou uma taxa de 50,62%, a partir daí houve uma grande queda, para 6,87% já no mês de julho de 1994, um mês somente após a implantação do Plano Real, a partir de então, essa taxa vem seguindo estável e com tendência decrescente, em dezembro de 1999, já era de 1,60%.

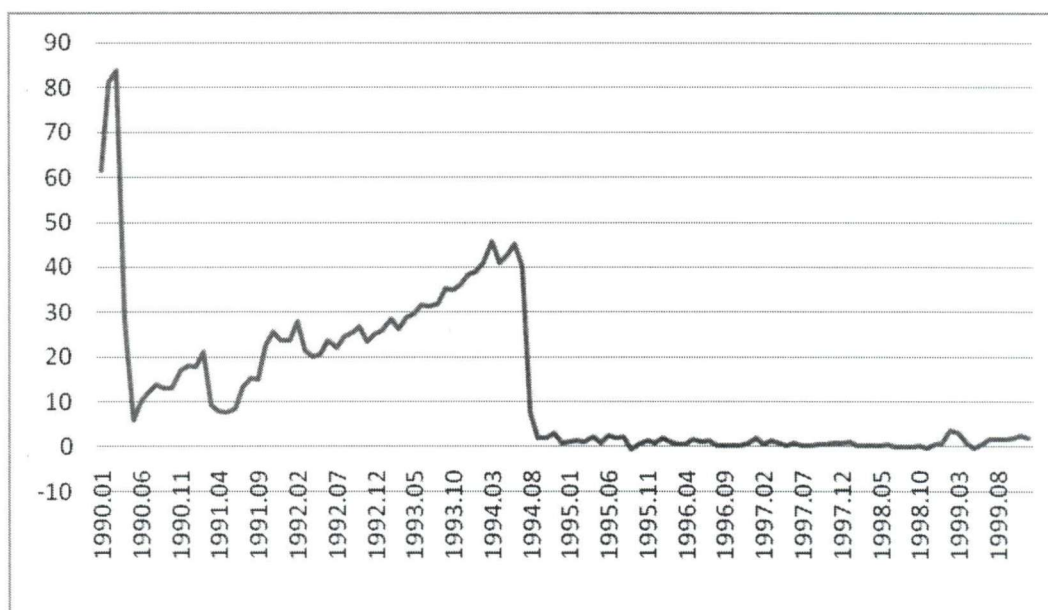


GRÁFICO 3 – Taxa de Juros Nominal.
Fonte: Ipeadata, (2008).

4.1.2.4 Taxa de Juros Real

A respeito das taxas de juros reais, conforme pode ser verificado no gráfico 4, que apresenta a evolução da Taxa de Juros – Over / Selic (calculado pelo Banco Central do Brasil), deflacionada pelo IGP-M da FGV no período de 1990 e 1999 com periodicidade mensal. Observa-se que a taxa apresenta uma trajetória totalmente irregular; antes da implantação do Plano Real, são verificados três picos onde a taxa de juros real é negativa, a primeira em março de 1990, quando alcançou um percentual 47,19% negativo, o segundo em fevereiro de 1991, alcançando 14,17% negativa e a terceira em julho de 2004, quando ficou na marca dos 33,13% negativa em relação a inflação verificada no período. Analisando a taxa mensalmente é possível verificar que diversas vezes a mesma apresentou um resultado negativo comparada a inflação. Porém, nota-se que foi anteriormente a implantação do Plano Real em 1994, que a taxa se manteve em níveis abaixo do positivo, ocorrendo somente em janeiro de 1997 e fevereiro, outubro, novembro e dezembro 1999 taxas negativas, mas ficando em torno de 1% ao mês, nem comparadas aos anos anteriores.

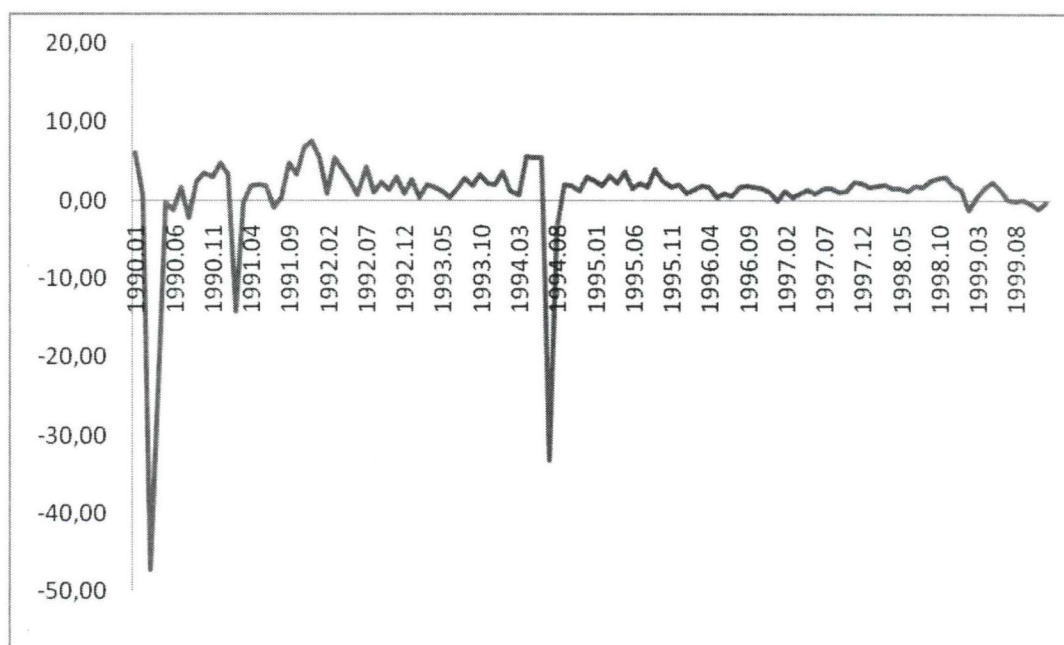


GRÁFICO 4 – Taxa de Juros Real.
Fonte: Ipeadata, (2008).

4.2 RESULTADOS DA EXPANSÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

A série de mudanças ocorridas na década de 1990, já mencionadas acima possibilitou o crescimento do mercado de capitais no Brasil neste período. Dessa forma, pretende-se aqui analisar os resultados ocorridos no mercado de capitais no Brasil nos anos entre 1990 e 1999, afim de se verificar os resultados verificados neste período, para o mercado de capitais.

4.2.1 Investimentos externos via Anexo IV

A tabela 3 ilustra o movimento de capitais estrangeiros via Anexo IV (investimento direto em carteira de valores mobiliários por investidores institucionais estrangeiros) entre 1991 e 1999. A entrada inicial em 1991 é de US\$ 428,4 milhões, e o saldo líquido de US\$ 386 milhões.

**TABELA 3 - INVESTIMENTOS EXTERNOS - ANEXO IV
(US\$ MILHÕES)**

Período	Ingresso	Retorno	Saldo
1991	428,4	96,1	386,3
1992	2.966,8	1.652,4	1.314,4
1993	14.614,1	9.136,5	5.477,6
1994	20.532,4	16.778,2	3.754,2
1995	22.026,6	21.498,4	528,3
1996	22.935,6	19.341,9	3.593,7
1997	32.191,9	30.576,8	1.615,1
1998	21.886,7	24.349,0	-2.462,3
1999	12.396,1	11.296,0	1.100,1
Total (1991 - 99)	150.032,7	134.725,2	15.307,4

FONTE: CVM, (2008).

Em 1992, o ingresso de capital é cerca de sete vezes superior ao verificado em 1991, saltando para US\$ 2.966 bilhões. Entre os anos de 1993 e 1996, a entrada de capitais alcança uma média anual de US\$ 20.026 bilhões, e o saldo médio líquido é de US\$ 3.3 bilhões ao ano. Em 1997, a entrada de capitais cresce ainda mais, alcançando US\$ 32.191 bilhões, porém em 1998, verifica-se uma queda, que ainda não havia ocorrido desde a implementação da regulamentação Anexo IV, o saldo líquido tornou-se negativo em US\$ 2.4 bilhões e o ingresso de capital caiu mais de 30% comparado ao ano anterior, esta queda se deu em decorrência da ameaça da crise cambial que se confirmou no início de 1999. Em 1999 nota-se uma recuperação, com o saldo de US\$ 1.1 bilhão, porém, muito abaixo do verificado entre os anos de 1993 a 1997.

4.2.2 Evolução do mercado secundário

“O reflexo desta maciça entrada de capitais estrangeiros foi um crescimento expressivo no valor das ações e volumes negociados em bolsa.” (CARVALHO, 2000, pag. 598). Uma vez que, a demanda por títulos aumentou era natural que seus preços subissem, de acordo com a lei de oferta e demanda, e uma vez que se aumentasse a procura e os preços, era natural que aumentasse o volume negociado.

Desta forma, o mercado secundário de ações apresentou uma evolução bastante representativa, este aumento pode ser verificado através da tabela 4, que ilustra o crescimento da capitalização bursátil, o volume total negociado, e o turnover, todos calculados como porcentagem do PIB, entre o período de 1990 a 1999.

A evolução se dá já a partir de 1991, com o início das entradas de capital estrangeiro no país, a capitalização bursátil apresenta elevação de mais de 200%, e o volume negociado de 100%, o turnover se verifica uma queda de 50% de seu total, comparados com o ano anterior. Em 1992, em termos de capitalização bursátil não são apresentadas grandes modificações, porém, o volume negociado e turnover tem crescimento de 100% em relação à 1991. Uma alta generalizada dessas três

variáveis ocorre em 1994, com posterior queda em 1995, a fora o turnover que trilha um caminho ascendente atingindo um pico de 107% em 1998, quando cai a metade no ano de 1999. No ano de 1999, as variáveis capitalização bursátil e volume negociado apresentam uma evolução em relação ao ano de 1990, de cerca de dez vezes do seu próprio valor.

TABELA 4 - EVOLUÇÃO DO MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL

Período	Capitalização	Volume total	Turnover (%)
	Bursátil/PIB (%)	negociado/PIB (%)	
1990	3,5	1,1	30,8
1991	11,2	2,2	19,6
1992	12,0	4,8	40,4
1993	22,7	8,8	38,8
1994	33,5	15,6	46,7
1995	20,9	11,3	53,9
1996	28,0	14,9	53,3
1997	31,6	26,9	85,0
1998	21,2	22,7	107,2
1999	30,9	12,1	39,0

FONTE: CVM, (2008).

Com o aumento na procura e compra de ações, houve aumento no preço das ações. Este aumento no preço das ações pode ser verificado na tabela 5, que apresenta o Índice Preço-Lucro²¹ da Bovespa, no período entre 1990 e 1998.

Em 1990 este índice era de 3,6 no ano seguinte já apresentava um crescimento de mais de 100% de seu valor passando para 7,8, em 1994 já chegava a 12,6, alcançando nos anos de 1995 e 1996 um picos de 26,9 e 34,0, ou seja um crescimento 10 vezes comparado ao ano de 1990, em 1997 e 1998 verifica-se uma queda bruta para 12,5 e 15,2 devido a incertezas relacionadas à crise cambial. De acordo com Carvalho (2000, pag. 603), “como reflexo das crises asiática, russa e brasileira, este índice caiu expressivamente em 1997 e 1998 (...), ainda assim bastante superiores aos do início da década”.

²¹ Índice Preço/Lucro - P/L - Quociente da divisão do preço de uma ação no mercado, em um instante, pelo lucro líquido anual da mesma. Assim, o P/L é o número de anos que se levaria para reaver o capital aplicado na compra de uma ação, pelo recebimento do lucro gerado por uma

TABELA 5 - ÍNDICE PREÇO-LUCRO
BOVESPA: 1990 - 1998

Período	Índice Preço-Lucro
1990	3,6
1991	7,8
1992	8,8
1993	8,4
1994	12,6
1995	26,9
1996	34,0
1997	12,5
1998	15,2

FONTE: CVM, (2008).

4.2.3 Emissões Primárias

O crescimento do mercado secundário teve como contra partida, o aumento no número de emissões do mercado primário. De acordo com Carvalho (2000, pag. 603), “o florescimento do mercado secundário teve correspondente no mercado primário: o valor das emissões de papéis por empresas de capital aberto cresceu significativamente nos anos 90”.

A tabela 6 demonstra a evolução de emissões primárias no Brasil, no período entre 1990 e 1999. Os fluxos de emissões primárias de ações e debêntures traçam um caminho sem grandes aumentos significativos até 1993, principalmente as emissões de ações, já as emissões de debêntures apresentam um crescimento expressivo já neste ano, alcançando um total de US\$ 3.843 bilhões. Em 1994, o número de emissões de ações alcança um montante quase três vezes maior que em 1993, chegando a casa dos US\$ 2.259 bilhões. A partir de 1995 as emissões aumentam para ambas, tendo um aumento de cerca de 80% comparando o total do ano anterior. As emissões seguem estáveis apresentando leve crescimento até

empresa. Para tanto, torna-se necessário que se condicione essa interpretação à hipótese de que o lucro por ação se manterá constante e será distribuído todos os anos.

1999, quando é observada uma queda de mais de 50%, tanto nas emissões de debêntures, quanto de ações.

**TABELA 6 - EMISSÕES PRIMÁRIAS NO BRASIL
(US\$ MILHÕES)**

Ano	Debêntures	Ações	Total
1990	916,0	775,0	1.691,0
1991	1.011,0	602,0	1.613,0
1992	339,0	943,0	1.282,0
1993	3.843,0	841,0	4.684,0
1994	3.304,0	2.259,0	5.563,0
1995	7.574,0	2.112,0	9.686,0
1996	8.289,0	1.152,0	9.441,0
1997	6.922,0	3.500,0	10.422,0
1998	8.674,0	3.484,0	12.158,0
1999	3.621,0	1.459,0	5.080,0

FONTE: CVM, (2008).

4.2.4 Companhias de Capital Aberto

A Tabela 7 mostra o número de empresas com registro na CVM entre 1990 a 1999. O processo de encerramento de capital de companhias abertas vinha acentuando-se devido à crescente instabilidade da economia, porém, a partir de 1994 foi revertido, passando de 839 em 1993 para 845 em 1997, apresentando a partir daí crescimento, e alcançando um total de 1029 companhias em 1999.

TABELA 7 - COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO

Período	Número de Empresas
1990	850
1991	865
1992	860
1993	839
1994	845
1995	874
1996	925
1997	946
1998	1047
1999	1029

FONTE: CVM, (2008).

Com o aumento do número de companhias de capital aberto, dos preços das ações, e também das emissões primárias, o valor de mercado das empresas com ações listadas nas bolsas brasileiras aumentou. Este aumento no valor de mercado das companhias domésticas listadas em bolsa pode ser verificado de acordo com a tabela 8, que demonstra o valor das companhias em milhões de dólares, no período de 1990 e 1999.

**TABELA 8 - VALOR DE MERCADO DAS COMPANHIAS
(US\$ MILHÕES)**

Período	Valor
1990	11.201
1991	32.152
1992	45.416
1993	96.779
1994	189.303
1995	147.636
1996	216.906
1997	255.478
1998	160.886
1999	227.962

FONTE: CVM, (2008).

4.2.5 Comparativo Mundial

A tabela 9 apresenta os valores transacionados sobre o PIB pelo mundo (em %), no período entre 1988 e 1996. Observando-se a tabela, verifica-se que na média entre os anos de 1988 e 1990, apenas 3,5% do PIB no Brasil era transacionado através do mercado de capitais, e o Brasil ocupava a 25^o posição no rank mundial; na média verificada entre os anos de 1994 e 1996, período da expansão no mercado de capitais no Brasil, percebe-se que a média transacionada salta para 15,3% do PIB nacional, um crescimento de mais de 300%, porém a posição que o Brasil passou a ocupar no rank mundial subiu apenas cinco posições em relação ao período verificado anteriormente, ocupando a 20^o posição. Este fato se deu, devido ao crescimento que os demais países apresentaram no período, assim, a taxa média de crescimento verificada no Brasil, foi de 340% e a média das taxas de crescimento mundial foi de 350% no período. Esse crescimento expressivo nos valores transacionados pelo mundo nos mercados de capitais, pode ser verificado com grande intensidade em alguns países da Ásia, como a Malásia, que entre o período de 1988 e 1990 transacionava 17,1% de seu PIB via mercado de capitais, ocupando a 7^a posição no rank, e entre 1994 e 1996 passou a ocupar a 1^a posição, com um valor transacionado de 145,7% de seu PIB via mercado de capitais, representando um crescimento de cerca de 800%. Países desenvolvidos, não apresentaram taxas de crescimento tão altas, porém devido a sua posição já consolidada de mercado continuaram a ocupar posições destacadas no rank, como por exemplo, o Estados Unidos, que entre 1988 e 1990 ocupava a 4^a posição no rank mundial e um total de 35% de seu PIB transacionado no mercado de capitais, apresentou crescimento de pouco mais de 100% no período passando a transacionar 74% de seu PIB. Outros exemplos de países desenvolvidos que puderam manter suas posições relativas sem terem apresentado crescimento espetaculares são: Holanda, Reino Unido, Suécia e Austrália.

Porém, é importante ressaltar que estes mercados citados como destaques, tratam-se de economias desenvolvidas, não podendo ser comparadas a economias em desenvolvimento como é o caso do Brasil.

TABELA 9 - VALOR TRANSACIONADO SOBRE O PIB PELO MUNDO (%)

Países	Média 1988-1990	Rank	Média 1994-1996	Rank
Malásia	17,1	7	145,7	1
Cingapura	38,9	3	77,2	2
Estados Unidos	35,0	4	74,0	3
Holanda	22,8	5	66,3	4
Reino Unido	45,3	2	47,2	5
Suécia	9,0	12	45,9	6
Austrália	14,2	9	38,0	7
Tailândia	18,2	6	38,0	8
Canadá	14,2	8	35,4	9
Japão	79,9	1	25,0	10
Filipinas	3,6	23	24,1	11
Turquia	1,6	31	22,4	12
Espanha	8,6	14	22,2	13
França	9,2	11	21,6	14
Israel	8,3	15	17,6	15
Dinamarca	8,8	13	17,1	16
África do Sul	7,0	17	15,7	17
Noruega	9,9	10	15,5	18
Finlândia	5,4	19	15,5	19
Brasil	3,5	25	15,3	20
México	3,5	24	14,9	21
Chile	2,8	27	13,9	22
Nova Zelândia	4,7	20	13,8	23
Áustria	7,5	16	9,5	24
Itália	4,1	22	9,3	25
Indonésia	1,3	32	9,3	26
Bélgica	4,5	21	6,9	27
Paquistão	0,5	34	6,9	28
Índia	6,1	18	6,8	29
Peru	0,3	36	6,3	30
Grécia	2,0	28	5,8	31
Portugal	2,8	26	5,5	32
Sri Lanka	0,3	37	2,9	33
Zimbabué	0,5	35	2,5	34
Argentina	1,2	33	2,4	35
Colômbia	0,2	39	2,1	36
Egito	0,2	38	2,1	37
Luxemburgo	1,8	29	2,1	38
Venezuela	1,7	30	1,4	39
Nigéria	0,0	40	0,1	40
	Média das taxas de crescimento		350%	
	Taxa de crescimento para o			
	Brasil		340%	

FONTE: CVM, (2008).

5 CONCLUSÃO

Um mercado de capitais desenvolvido é fundamental para a economia de um país, uma vez que permite o desenvolvimento das empresas, gera empregos, e remunera o poupador, incentivando assim o crescimento econômico do país, através de alocação de poupança em capital produtivo.

No Brasil, a fragilidade do mercado de capitais brasileiro não é recente. Durante toda a história do capitalismo brasileiro, o mercado de capitais não cumpriu um papel proeminente, alavancando recursos para investimentos de alta intensidade de capital e longos prazos de maturação. (BARROS, *et al*, 2000). “O mercado de capitais não se desenvolveu por falta de leis e instituições. Ele não se desenvolveu porque em geral, graças ao fechamento da economia, os investimentos e, conseqüentemente, as necessidades de financiamento das empresas eram limitadas e, portanto, passíveis de serem atendidas pelos lucros retidos e créditos comerciais e oficiais.” (BARROS, *et al*, 2000, pag. 5).

Na década de 1990, porém, o mercado de capitais passou por um período de expressivo crescimento, todavia se considerarmos o aumento de emissões no mercado primário, de capitalização no mercado secundário, assim como o crescimento do número de companhias com capital aberto.

Este crescimento se deu, por meio de alguns mecanismos, que possibilitaram a inserção de nossa economia ao mercado internacional, de acordo com a tendência mundial de abertura das economias em desenvolvimento.

Estes mecanismos estão associados à liberalização financeira do mercado, e a estabilização que algumas variáveis macroeconômicas apresentaram no período, assim como previa a Teoria da Repressão Financeira. Assim, de acordo com esta Teoria, reduzindo-se o papel do Estado na economia, liberalizando-se o mercado financeiro e estabilizando-se a economia, através do controle da inflação, crescimento econômico e redução das taxas de juros, seria possível verificar o desenvolvimento do mercado de capitais, assim como da economia como um todo, uma vez que estes agora atuariam de acordo com o pressuposto de livre concorrência de mercado.

Dessa forma, de acordo com a validação teórica, a expansão do mercado de capitais no Brasil se deu após serem constatadas tais hipóteses, assim, verificou-

se em primeiro lugar, a abertura financeira da economia brasileira, através da Resolução conhecida como Anexo IV, que liberalizou o mercado de capitais no Brasil ao capital estrangeiro.

Em segundo lugar, com a implantação do Plano Real, que confirma a validação da teoria no que concerne à estabilização da economia, com a redução das taxas de inflação que à tempos configuravam um problema crônico no Brasil, a retomada do crescimento econômico que atingiu níveis muito superiores aos verificados em períodos passados. E em relação à queda das taxas de juros nominais, que apresentou grande retração.

Em relação à queda das taxas de juros reais, não é verificado subsídio na teoria econômica que explique o crescimento do mercado de capitais, baseado no aumento das taxas de juros, uma vez que de acordo com a teoria tradicional, um aumento nas taxas de juros, atrairia um montante de investimentos maior em renda fixa, e vice-versa. Porém, já era previsto pela Teoria da Repressão Financeira que em um mercado financeiro fechado e com condições econômicas instáveis, o mercado financeiro seria caracterizado por taxas de juros reais negativas àqueles que tivessem o privilégio de conseguir empréstimos a estas taxas, porém os que não fossem privilegiados por tais taxas, pagariam taxas muito superiores àquelas vigentes no mercado formal, de acordo com Mendonça (2005), “a repressão financeira é substituída pela liberalização financeira, significando esta o fim da gestão administrativa das taxas de juro e do crédito, o fim dos privilégios do Estado em matéria de financiamento, e a adesão às regras de mercado, com a consequente eliminação dos spreads entre os mercados formais e informais.”

Assim, conclui-se que a expansão do mercado de capitais observada na década de 1990, se deu conforme previa a Teoria da Repressão Financeira.

E embora o mercado de capitais no Brasil tenha experimentado uma enorme expansão na década de 1990, percebe-se que o mercado sempre esteve restrito a um conjunto reduzido de atores. Isso também contribuiu para a maior volatilidade do mercado. Assim, o fim da década de 1990 foi marcada por uma contração do mercado, de acordo com Carvalho (2000, pag. 605) “isto é freqüentemente associado às crises cambiais na Ásia, Rússia e Brasil.

REFERÊNCIAS

ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. **Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais**. 1. ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

BARROS, J. R. M. de. *et al.* **Desafios e oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**. São Paulo. 2000. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/pdf/mercado_capitais_desafios.pdf>. Acesso em: 17/05/2008.

BOVESPA (BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO). São Paulo. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 15/03/2008.

BOVESPA (BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO). **Mercado de Capitais: Introdução**. São Paulo. 2007. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso em: 17/05/2008.

BRASIL. Lei n. 4.131, de 03 de setembro de 1962. Disciplina a aplicação do capital estrangeiro e as remessas de valores para o exterior e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L4131.htm>. Acesso: 21/05/2008.

BRASIL. Lei n. 4.357, de 16 de julho de 1964. Autoriza a emissão de Obrigações do Tesouro Nacional, altera a legislação do impôsto sôbre a renda, e dá outras providências. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4357.htm>. Acesso: 21/05/2008.

BRASIL. Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595.htm>. Acesso: 21/05/2008.

BRASIL. Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm>. Acesso: 21/05/2008.

CARVALHO, A. G. de. Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil - a experiência dos anos 90. **Economia Aplicada**, São Paulo, v. 4, n. 3, p. 595-632, 2000. Disponível em:

<papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1147765_code452522.pdf?abstractid=1147765&mirid=1>. Acesso em: 17/08/2008.

CARVALHO, F. C. *et al.* **Economia monetária e financeira: teoria e política**. 3. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

CINTRA, M. A. M. **Uma visão crítica da teoria da repressão financeira**. 182 f. Dissertação (Mestrado em Economia), - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1993.

CVM (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS). Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso: 15/03/2008.

CVM (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS). **Mercado de balcão organizado**. Rio de Janeiro. (20_). Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/port/protin/caderno7.asp>>. Acesso: 15/03/2008.

IPEA DATA. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br>>. Acesso: 11/07/2008.

KEYNES, J. M. **Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. 2. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

LAMEIRA, V. de J. Uma revisão sobre a economia brasileira e o mercado financeiro após o Plano Real: as mudanças e a evolução do mercado de capitais entre 1995 e 2002. **Revista de Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 35, p. 96-110, maio/ago. 2004. Disponível em: <www.eac.fea.usp.br/eac/revista/revista_eac.asp?edicao=35-17k>. Acesso em: 05/10/2008.

LEAL, R. P. C.; RÊGO, R. B. Anexo, Investimento Estrangeiro e o Mercado de Capitais no Brasil. In: ANNUAL MEETING OF THE BUSINESS ASSOCIATION OF LATIN AMERICAN STUDIES, 1997, Rio de Janeiro. **Regionalism and Globalization in Latin America: A Contradiction?**, v. 1. 1997. Disponível em: <[ww.ricardobordeaux.com/downloads/artigo_ra_usp1997.pdf](http://www.ricardobordeaux.com/downloads/artigo_ra_usp1997.pdf)>. Acesso em: 06/10/2008.

MACARINI, J. P. **Um aspecto da política econômica do "milagre brasileiro": a política de mercado de capitais e a bolha especulativa 1969-1971**. Texto para Discussão do IE/UNICAMP, n. 122, set. 2006. Disponível em: <[ww.eco.unicamp.br/Downloads/Publicacoes/TextosDiscussao/texto122.pdf](http://www.eco.unicamp.br/Downloads/Publicacoes/TextosDiscussao/texto122.pdf)>. Acesso em: 23/08/2008.

MENDONÇA, A. O papel dos sistemas financeiros no processo de desenvolvimento. **Cebela - Revista C&p**, Rio de Janeiro, v. 23, n. 1, pag. 96-114, jan-abr. 2005. Disponível em: <www.cebela.org.br/imagens/Materia/096-114%20antonio%20mendonca.pdf>. Acesso em: 11/10/2008.

NOBREGA, M. da. *et al.* **O mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil**. São Paulo. 2000. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso em: 17/05/2008.

PEREIRA, L. C. B. **Acumulação de capital, lucros e juros**. Texto para Discussão do Departamento de Análise e Planejamento Econômico da EAESP/FGV, n. 4, fev. 1991. Escrito em 1974 e revisado em 1991. Disponível em: <www.bresserpereira.org.br/view.asp?cod=1406-41k>. Acesso em: 24/05/2008.

RESENDE, M. F. da C. O circuito finance-investimento-poupança-funding em economias abertas. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 28, n. 1, Jan./Mar. 2008. Disponível em: <www.scielo.br/scielo.php?pid=S0101-31572008000100007&script=sci_arttext-100k>. Acesso em: 01/09/2008.

STUDART, R. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 13, n. 1, p. 101-118, jan-mar. 1993. Disponível em: <www.rep.org.br/pdf/49-7.pdf>. Acesso em: 25/09/2008.