

SUSANA CIPRIANO DIAS RAFFAELLI

**MERCADO DE AÇÕES: ASPECTOS DO SEU DESENVOLVIMENTO RECENTE
E DA SUA CONTRIBUIÇÃO PARA O FINANCIAMENTO DO CRESCIMENTO
EM AMBIENTE DE ESTABILIDADE ECONÔMICA.**

**Monografia apresentada ao curso de Ciências
Econômicas, Setor de Ciências Sociais
Aplicadas, Universidade Federal do Paraná,
como requisito parcial à obtenção do título de
Bacharel em Ciências Econômicas.**

Orientador: Prof. Dr. José Benedito de Paula

**Curitiba
2008**

TERMO DE APROVAÇÃO

SUSANA CIPRIANO DIAS RAFFAELLI

MERCADO DE AÇÕES: ASPECTOS DO SEU DESENVOLVIMENTO RECENTE
E DA SUA CONTRIBUIÇÃO PARA O FINANCIAMENTO DO CRESCIMENTO EM
AMBIENTE DE ESTABILIDADE ECONÔMICA.

Monografia aprovada como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas no curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora.

Orientador :



Prof. Dr. José Benedito de Paula
Departamento de Economia, UFPR



Prof.ª Mestre Dayani Cris de Aquino
Departamento de Economia, UFPR



Prof. Dr. Luiz Alberto Esteves
Departamento de Economia, UFPR

Curitiba, 14 de novembro de 2008.

A Deus, a minha família e amigos...
companheiros de todas as horas...

AGRADECIMENTOS

Ao querido Prof. Dr. José Benedito de Paula, pela atenção e dedicação em cada etapa deste trabalho. E pelos ensinamentos por ele transmitidos, que permitiram a conclusão deste trabalho.

Ao meu adorado marido Rodolfo, pela confiança depositada, apoio e compreensão, em relação aos momentos que estive ausente em razão desta jornada.

A minha amada mãe Maria, pela constante motivação e incessantes orações.

A todos os familiares, amigos e colegas, pela força e alegria que fizeram desta caminhada feliz e agradável.

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo abordar alguns aspectos do funcionamento e evolução do mercado de ações e sua contribuição para o financiamento de médio e longo prazo a partir da conquista da estabilidade econômica verificada entre 2003 e 2007. No desenvolvimento da pesquisa, lançou-se mão do método de análise descritiva, abrangendo aspectos teóricos, históricos e institucionais. Além disso, utilizou-se dados estatísticos para ilustrar e evidenciar as abordagens de conteúdo mais empírico. Esta pesquisa permitiu concluir que o desenvolvimento recente do mercado de ações deveu-se à conquista da estabilidade econômica e ao aumento da proteção dos acionistas minoritários e não-proprietários. Esses fatores foram determinantes para influenciar, positivamente, as decisões dos agentes, incentivando-os a participarem em escala crescente do mercado de ações. Isso sugere que o Brasil parece ter entrado numa nova fase do capitalismo.

Palavras-chave: mercado de ações, financiamento do investimento, crescimento econômico.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

GRÁFICO 1 – Equilíbrio do mercado de capitais neoclássico	12
GRÁFICO 2 – Investimento, Poupança e o Mercado de Ativos Financeiros na Teoria de Fundos Empréstáveis	14
GRÁFICO 3 – Síntese Indicadores Principais Econômicos	42
GRÁFICO 4 – Evolução Ibovespa	44
GRÁFICO 5 – Valor de Mercado das Empresas Listadas na Bovespa - R\$ Bilhões	45
GRÁFICO 6 – Volume Médio de Negociação Diária Anual em R\$ Bilhões.....	45
GRÁFICO 7 – Participação dos Investidores no volume total transacionado.....	46
GRÁFICO 8 – Abertura de Capital na Bovespa	47
GRÁFICO 9 – Participação das <i>IPO</i> 's Por Segmento de Mercado	47
GRÁFICO 10 – Capitalização Primária x Recursos BNDES.....	48

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	9
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	11
2.2 CRÍTICA KEYNESIANA À TEORIA DOS FUNDOS EMPRESTÁVEIS	15
2.3 O CIRCUITO <i>FINANCE-INVESTIMENTO-POUPANÇA-FUNDING</i>	17
2.3.1 A Importância do <i>Funding</i> para o Crescimento Econômico	19
2.3.2 Conflitos de Agência.....	20
3 ORGANIZAÇÃO DO MERCADO ACIONÁRIO E DECISÃO DE PARTICIPAÇÃO DOS AGENTES ECONOMICOS NESTE MERCADO	23
3.1 ORGANIZAÇÃO DO MERCADO DE AÇÕES.....	23
3.2 DECISÃO EMPRESARIAL QUANTO AO INVESTIMENTO E CAPTAÇÃO DE RECURSOS	25
3.2.1 Procedimentos Para Entrada da Empresa no Mercado de Bolsa de Valores ..	28
3.2.2 Operações <i>Underwriting</i> e Determinação do Valor das Ações.....	29
3.3 FATORES DETERMINANTES DA ALOCAÇÃO DE POUPANÇA.....	30
4 O MERCADO DE AÇÕES: ANÁLISE DE ASPECTOS MACROECONÔMICOS E INSTITUCIONAIS DETERMINANTES DO SEU PROCESSO DE DESENVOLVIMENTO RECENTE.....	32
4.1 A RELEVÂNCIA DE VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS NA ANALISE DE DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE AÇÕES	32
4.2 PROGRAMA DE ESTABILIZAÇÃO DE PREÇOS	34
4.3 ASPECTOS INSTITUCIONAIS.....	38
4.3.1 A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas	38
4.3.2 O Novo Mercado.....	39
4.4 A ESTABILIDADE ECONÔMICA E A EVOLUÇÃO DO MERCADO DE AÇÕES	41
5 CONCLUSÃO	50
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	52

1 INTRODUÇÃO

O mercado acionário tem grande importância para a economia de um país, na medida em que se converte em *locus* do processo de intermediação de fundos destinados ao financiamento do crescimento econômico. Por um lado, ele é um importante canal de captação de recursos para empresas que desejam realizar novos investimentos. E, por outro, caracteriza uma alternativa rentável de alocação de poupanças. No entanto, até recentemente o mercado de ações não vinha cumprindo o papel de financiador de investimento, aparentemente devido ao ambiente econômico desfavorável caracterizado por elevado grau de incertezas.

Entre 1994 a 2002, o País presenciou uma acentuada instabilidade macroeconômica, devido às elevadas taxas de juros, aumento da dívida pública, déficit da balança comercial, redução das reservas internacionais, constantes ataques especulativos à moeda e incertezas políticas. O mercado de ações, sob efeito dessa conjuntura e do aprofundamento do processo de abertura da economia, experimentou uma tendência regressiva, com redução do número de empresas listadas na Bolsa e no volume de negócios. No entanto, apesar dessas turbulências, ocorreram avanços econômicos e institucionais importantes. Dentre eles, destacam-se a conquista do controle inflacionário, o aumento da concorrência, as modificações na Lei das Sociedades Anônimas e a criação do Novo Mercado.

Durante o período de 2003 a 2007 este cenário foi modificado. A economia experimentou uma fase extremamente favorável, evidenciada pela recuperação dos fundamentos macroeconômicos e pela boa conjuntura internacional. O mercado de ações, nesse período, foi caracterizado por uma forte expansão de lançamentos primários, aliada ao vigoroso crescimento do mercado secundário e constantes recordes do Ibovespa. Esses fatores vieram a indicar dinamismo e desenvolvimento deste mercado.

Em face do exposto, este trabalho tem como propósito abordar alguns aspectos do funcionamento e evolução do mercado de ações e sua contribuição para o financiamento de médio e longo prazo, a partir da conquista da estabilidade econômica verificada entre 2003 e 2007. No desenvolvimento da pesquisa, lançou-se mão do método de análise descritiva, abrangendo aspectos teóricos, históricos e institucionais. Além disso, utilizou-se dados estatísticos para ilustrar e evidenciar as abordagens de conteúdo mais empírico.

Este trabalho compreende cinco capítulos, sendo o primeiro dedicado a esta breve introdução. O capítulo 2 refere-se ao referencial teórico através do qual procurou-se fundamentar a pesquisa. O terceiro, trata da organização do mercado acionário e dos fatores que induzem os agentes econômicos a dele participarem como seus atores privilegiados. O quarto capítulo se destina a analisar questões macroeconômicas e institucionais que envolveram e sustentaram o crescimento das atividades do mercado de ações. Finalmente, apresentam-se as conclusões.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Neste capítulo, é apresentado o arcabouço teórico considerado necessário ao desenvolvimento desta pesquisa. Ele se estrutura através de três seções. Na primeira, consta a revisão da Teoria Neoclássica dos Fundos Emprestáveis, que considera o investimento como uma variável determinada pela poupança. Nesse contexto, a taxa de juros é a variável que equilibra o mercado de oferta e demanda por títulos destinados a lastrear o investimento em bens de capital. A segunda seção tratará de alguns aspectos da crítica de Keynes a Teoria Neoclássica dos Fundos Emprestáveis. E a terceira seção dedica-se a explicar o Circuito *Finance-Investimento-Poupança-Funding*. Este é o modelo pós-keynesiano alternativo à Teoria dos Fundos Emprestáveis. Ainda nesta seção são analisados os mecanismos necessários para que o *funding* descrito na teoria keynesiana funcione de forma eficiente.

2.1 A TEORIA DOS FUNDOS EMPRESTÁVEIS

O juro é considerado pelos clássicos, conforme descreve Chick (1993, p. 195), como o “prêmio” ou preço que equilibra a oferta (poupança) e demanda (investimento) de recursos financeiros. Para eles, quanto maior a oferta de recursos emprestáveis menor a taxa de juros, o que estimularia o aumento de investimentos, até o ponto em que a poupança e o investimento se igualam. Este equilíbrio ocorreria de forma automática conforme postula a Lei de Say¹.

Stuart (1993, p.102) destaca que, dada a igualdade entre poupança e investimento, os clássicos não consideravam necessário realizar uma separação entre o ato de poupar e o de investir. Tal fato teria sua lógica própria, pois, segundo Chick(1993, p.203), os clássicos viviam num mundo essencialmente de economia agrícola. Neste, a moeda era a própria mercadoria (moeda-mercadoria).

Com a modernização do sistema financeiro, se fez necessário rever a teoria sob as quais se apóia esta visão tradicional. Assim, o autor neoclássico Knut Wicksell, conforme destacou Carvalho *et al.* (2000, p. 383), é de “(...) especial

¹ A Lei de Say baseia-se na idéia de que toda oferta cria sua própria procura.

importância no estudo do papel dos bancos no processo de financiamento e seus impactos sobre a dinâmica das economias de mercado”².

A Teoria dos Fundos Empréstaveis (TFE) é interpretada por Chick (1993, p.197) como uma forma de adaptar a perspectiva clássica do juro a uma economia monetária. De acordo com essa teoria, o processo de financiamento do investimento se traduz na maximização intertemporal de utilidades. Os poupadores buscam maximizar seus ganhos e minimizar os riscos, enquanto os emprestadores procuram financiar seus projetos de investimento com os menores custos possíveis. Tal visão pode ser representada através do gráfico¹, que se segue.

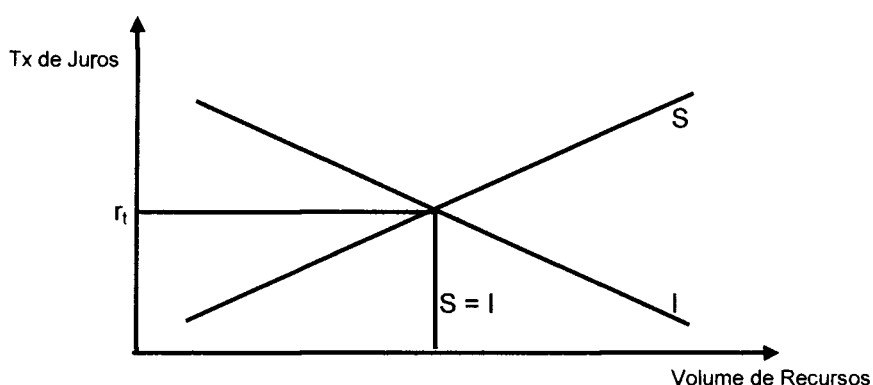


GRÁFICO 1 – Equilíbrio do mercado de capitais neoclássico
 FONTE: CARVALHO *et al.* (2000, p. 382)

Como se vê no gráfico acima, a motivação para realização do esforço de poupança depende da taxa natural de juros. Wicksell denomina taxa natural de juros, como aquela que equilibra *ex-ante* a demanda por capital à oferta de fundos, ou seja, aquela “que se reflete na demanda de títulos pelas famílias e oferta de títulos pelas empresas”. (CARVALHO *et al.*, 2000, p.384)

É de fundamental importância que os agentes deste mercado tenham acesso à informação sobre as negociações possíveis neste ambiente. Pois, um mercado eficiente, no sentido neoclássico, ocorre quando o preço é um mecanismo capaz de refletir toda informação necessária para tomada de decisão. Na visão neoclássica o mercado de capitais é o local onde ocorre a intermediação entre o poupador e investidor, sendo necessária a existência de poupança *ex-ante* para a efetivação do investimento. (LOBO, 2005, p.4)

² A propósito Galvêas citado por Lobo (2005), lembra que a “teoria dos fundos empréstaveis foi principalmente desenvolvida por Robertson e Pigou a partir da teoria cumulativa de Wickseel”.

A Teoria dos Fundos Emprestáveis wickselliana pressupõe um sistema de crédito puro, no qual todos os meios de pagamentos se traduzem em depósitos bancários. Assim, além da poupança *ex-ante*, Carvalho *et. al.* (2000, p.386) ressalta que o investimento, pode ser financiado pela variação de depósitos bancários (ΔD) e pelo desentesouramento³ (ΔH). O autor supracitado demonstra como se dá esta relação através da seguinte equação:

$$I(pmc) = S_{ex}(r) + (\Delta D - \Delta H), \quad pmc > r, \text{ onde:}$$

$I(pmc)$ = Investimento é função da produtividade marginal do capital

$S_{ex}(r)$ = poupança *ex ante* é função da taxa de juros

ΔD = expansão dos depósitos a vista

ΔH = desentesouramento

Para se compreender melhor o mecanismo que esta por trás desta equação, se faz necessário verificar como é retratado o comportamento dos agentes econômicos na TFE. Carvalho *et al.* (2000, p. 383) define este comportamento da seguinte forma:

- Famílias – mantêm suas rendas na forma de depósitos ou títulos.
- Empresas – emitem títulos para financiar o seu capital fixo.
- Bancos – compram títulos através de recursos advindos de depósitos das famílias (depósitos remunerados ou à vista).

Quando os bancos optam por comprar títulos com recursos oriundos de depósitos remunerados, o seu comportamento não afeta, de maneira significativa, o equilíbrio entre poupança e investimento. Pode-se ilustrar através do diagrama que se segue como se dá esse equilíbrio.

³ Segundo Carvalho *et. al.* desentesouramento refere-se aos depósitos acumulados das empresas.

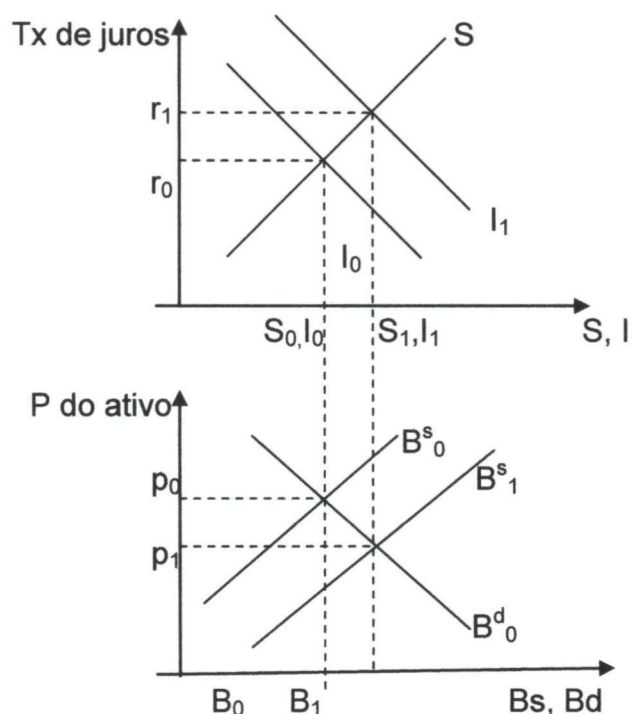


DIAGRAMA 1 – Investimento, Poupança e o Mercado de Ativos Financeiros na Teoria de Fundos Emprestáveis

FONTE: CARVALHO *et al.* (2000, p.384)

A primeira parte do diagrama acima representa a relação entre a taxa de juros (r), poupança (S) e investimento (I). Estas variáveis inicialmente estão em equilíbrio, isto é, dada a taxa de juros (r_0) ocorre à igualdade entre poupança e investimento ($S_0 = I_0$). A segunda parte do diagrama explica que a relação expressa entre a taxa de juros, que equilibra a demanda por capital, será refletida na demanda de títulos pelas famílias (B^d) e oferta de títulos pelas empresas (B^s).

Caso haja uma elevação da demanda por poupança pelas empresas, que provoca o deslocamento da curva de investimento I_0 para I_1 , as empresas aumentam a oferta de títulos. Com uma maior quantidade de títulos no mercado, o preço destes sofre uma redução que ocasiona elevação da taxa de juro. Esta por sua vez, provoca um aumento de poupança. Assim, novamente o investimento iguala-se à poupança.

Quando os bancos optam por comprar títulos com o financiamento de depósitos à vista (ΔD), a parte inferior do diagrama mostra que ocorrerá um desequilíbrio nesse mercado. Pois, os bancos adquirem o excesso de títulos ofertados pelas empresas, não permitindo que os seus preços se reduzam e, por consequência, que a taxa de juros aumente. Deste modo, as famílias não têm

estímulo para alterar o seu nível de poupança. Tal fato faz com que o investimento se torne maior que a poupança.

A situação ora exposta acionará um aumento da demanda (ΔD) a partir “da expansão do investimento, o que significa que uma parcela maior do produto disponível para consumo reduzirá, gerando expansão dos preços *spot* dos bens de consumo” (CARVALHO *et al.*, 2000, p.387). Este processo é conhecido como processo cumulativo de Wicksell.

O aumento de preços dos bens de consumo faria com que as famílias consumissem menos do que desejam. Assim, a diferença entre o que as famílias de fato consomem e o que gostariam de consumir é chamado por Wicksell de poupança forçada.

2.2 CRÍTICA KEYNESIANA À TEORIA DE FUNDOS EMPRESTÁVEIS

O principal ponto de divergência entre a teoria neoclássica e a keynesiana se dá em torno de três pontos principais: 1) Lei de Say; 2) causalidade entre poupança e investimento; e 3) conceito de taxa de juros.

Keynes em “O Fim do “*Laissez-Faire*” (1926)⁴”, se opõe de forma contundente à Lei de Say em que se apóia a Teoria dos Fundos Empréstáveis. Na Teoria Geral, a contraposição de Keynes ao *Laissez-Faire* se dá através do princípio da demanda efetiva. Este revela que a oferta e a demanda agregada de uma economia pode ser desigual, devido as expectativas quanto ao futuro incerto que governa as decisões dos agentes econômicos. Para Keynes, não há força que acomode automaticamente as variáveis econômicas. Ele cita um exemplo relacionando poupança e investimento, no qual afirma que é necessária a existência de coordenação sobre o volume de poupança e sua alocação na economia. (KEYNES, 1984, p.124)

Como se discutiu na seção anterior, para os neoclássicos a poupança precede o investimento. Keynes inverte esta lógica, considerando o investimento *ex-ante* e a poupança *ex-post*, pois ele considera que

O ato de poupança de um indivíduo pode resultar tanto no aumento dos investimentos como no aumento do consumo dos indivíduos que constituem o resto da comunidade. A realização do ato de poupar

⁴ SZMRECSÁNYI, T.; FERNANDES F., Keynes. São Paulo: Ática, 1984, p. 106-126.

não constitui em si qualquer garantia de que o estoque de bens de capital aumentará na mesma proporção. (KEYNES, 1984, p.130)

Tal conclusão de Keynes se deu através de um novo arcabouço teórico pois,

Ao reverter a ordenação causal, Keynes conseguiu argumentar que a taxa de juros era determinada independentemente da poupança e do investimento. Pois então temos, em ordem, (I) a formação de curva da *emc* independente de *r*, (II) a confrontação da *emc* com *r* para determinar o investimento efetivo, (III) o impacto de *I* sobre *Y* e, por conseguinte, sobre a *S* efetiva. (CHICK, 1993, p. 202).

Com a mesma linha de argumentação, Studart (1999, p. 106) expõe que, de acordo com Keynes, para que os investimentos sejam realizados é fundamental a existência de um sistema bancário organizado, diferentemente do argumento neoclássico, que preconiza a existência de poupança prévia. O mercado de capital é considerado como o local onde as poupanças individuais são alocadas de forma eficiente⁵, ocorrendo o aumento de recursos para realização de investimentos e ao mesmo tempo em que evita a fragilidade financeira.

A taxa de juros é considerada por Keynes como um fenômeno estritamente monetário, determinada pela preferência por liquidez⁶. Assim a taxa de juros “é o preço mediante o qual o desejo de manter a riqueza em forma líquida se concilia com a quantidade de moeda disponível” (CARVALHO *et al.*, 2000, p. 43). Este conceito é uma crítica declarada a TFE, que, conforme se viu anteriormente, trata a taxa de juros como fator que equilibra *ex-ante* a poupança e investimento, isto é, a taxa de juros, na visão neoclássica, é definida como uma variável real capaz de afetar a oferta e demanda de capital.

A partir dessas considerações críticas, os pós-keynesianos apresentaram um modelo alternativo à Teoria dos Fundos Empréstáveis, que passou a denominar-se Circuito *Finance-Investimento-Poupança-Funding*, o qual será descrito a seguir.

⁵ Para a teoria pós-keynesiana a eficiência no sistema financeiro decorre da “(...) habilidade para gerar mecanismos que permitam provisionar recursos destinados ao *finance/funding*. E (...) capacidade de os sistemas financeiros sustentarem uma trajetória de crescimento no longo prazo, sem provocar desequilíbrios nas atividades de financiamento tendentes ao processo de fragilização financeira, e nem criar dificuldades para o regular funcionamento do sistema de pagamentos”. (STUDART, 1995/6, *apud* PAULA, 2007)

⁶ Conceito keynesiano no qual os indivíduos, devido a existência de incerteza quanto ao futuro, optam por reter moeda com maior ou menor intensidade.

2.3 O CIRCUITO *FINANCE-INVESTIMENTO-POUPANÇA-FUNDING*

A alternativa pós-keynesiana do circuito *Finance-Investimento-Poupança-Funding* (FF), segundo Costa (1999, p. 240), foi baseada na discussão entre Keynes, Kalecki, Robertson e Ohlin, em 1930, sobre os determinantes da poupança e do investimento.

O debate iniciou-se devido à convicção de Keynes, exposta na Teoria Geral, de que o financiamento do investimento ocorre através do processo multiplicador da renda, cujo mecanismo produz um aumento no volume de poupança. Quando esta é alocada de maneira eficiente, converte-se em *funding* do investimento. Em 1937, em resposta aos seus críticos, Keynes criou o conceito de *finance* e de *funding*, que deu origem ao circuito ilustrado abaixo.

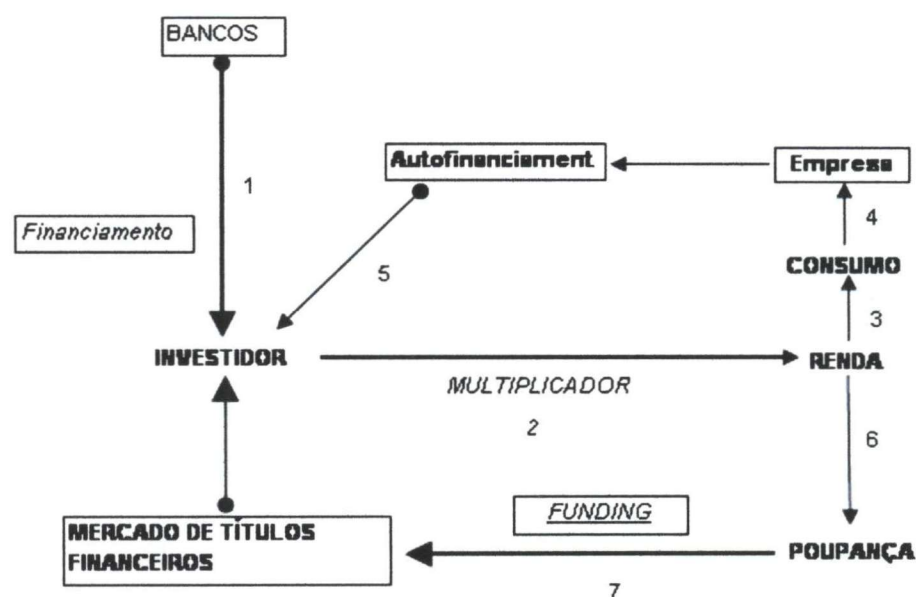


FIGURA 1 – O CIRCUITO FINANCIAMENTO-FUNDING
 FONTE : CARVALHO *et al.* (2000, p. 397)

A figura 1 mostra que o circuito FF inicia-se através do financiamento (1). Isso inicia um processo através do qual os bancos comerciais concedem créditos às empresas. Por meio deste, as empresas alavancam recursos e realizam investimentos produtivos. Vê-se, portanto, que o investimento está vinculado à capacidade do sistema bancário gerar crédito. Esta questão foi resumida do seguinte modo:

O investimento, suscitando um fluxo de poupança estritamente equivalente a seu montante a *posteriori*, não necessita de nenhum fundo prévio de poupança para ser realizado. Precisa, sim, de crédito. A expansão do crédito precede e é indispensável ao surgimento da própria poupança. (CINTRA⁷ *apud*, COSTA, 1999).

O Financiamento de investimento via criação de crédito (moeda) promove o efeito multiplicador (2), provocando elevação na renda. Conforme se vê na figura, parte da renda é destinada para consumo (3) e parte para poupança (6). Deste modo, uma modificação no nível de renda causa alteração nestas variáveis.

Seguindo o fluxo descrito pelo Circuito *Finance-Investimento-Poupança-Funding*, o aumento da renda acarretará aumento do consumo. As famílias adquirem bens produzidos pelas empresas (4), logo o aumento da quantidade consumida é revertido em elevação do lucro das empresas. Assim, as empresas poderão utilizar recursos próprios para cobrir seus investimentos adicionais e sustentar a emissão de obrigações de curto prazo (5).

Do mesmo modo, o multiplicador do investimento afetará o nível de poupança (6). Pois, dada a propensão marginal a poupar das famílias, o aumento da renda propiciará aumento da quantidade de recursos destinados para poupança. Na concepção keynesiana, conforme exposto por Carvalho *et al.* (2000, p. 396), esta possui dois sentidos. Um é a poupança *ex-post*, definida como a diferença entre renda e consumo; o outro é a poupança *desejada*, isto é, poupança destinada à compra de títulos financeiros (7). Esta última, completa Carvalho *et al.* (*ibid*), depende da propensão marginal a poupar, e acaba se igualando ao investimento ao final do processo multiplicador da renda. A propensão marginal a poupar, nesse caso, corresponde à porcentagem da renda que os agentes programam para alocar na aquisição de ações, títulos, depósitos remunerados, etc. Assim, um aumento na renda causa uma elevação no nível de poupança financeira simplesmente por elevar a base em que se aplica o percentual de poupança.

Através da emissão e venda de títulos no mercado de capitais, as empresas conseguem cumprir seus compromissos de curto prazo, inclusive amortizando empréstimos tomados junto ao sistema bancário. Nas palavras de Carvalho *et al.*

⁷ CINTRA, M. A. M., *Uma Visão Crítica da Teoria da Repressão Financeira*. Campinas, Dissertação de mestrado no IE-Unicamp, 1993, p.55.

(2000, p. 398), o *funding* “permite a essas empresas transformar suas obrigações de curto prazo (empréstimos bancários) em passivos de longo prazo (debêntures, ações, etc.)”. Assim, o mercado de capitais pode ser definido como o local onde o *funding* (7) é realizado.

Em resumo, o modelo FF funciona através de um processo dinâmico no qual o financiamento do investimento ocorre através da criação de moeda-crédito e o multiplicador exerce papel fundamental conforme destaca Studart:

por um lado, o financiamento do investimento em geral está atrelado à perspectiva de consolidação financeira dos passivos de curto prazo das empresas inversoras (*funding*). Por outro lado, do ponto de vista macroeconômico, o financiamento do investimento gera os recursos necessários para a consolidação financeira na medida em que, *pari passu* com o processo de criação de renda, também é gerado um volume de poupança desejada exatamente equivalente ao investimento. (Studart, 1999, p.161).

2.3.1 A Importância do *Funding* para o Crescimento Econômico

Através da análise pós-keynesiana vista acima pode-se perceber que o mercado de capitais tem um papel importante no crescimento de uma economia. Segundo Carvalho *et al.* (2000, p.400), um mercado de capitais eficiente, no que tange ao crescimento econômico, requer um mercado primário de títulos amplo e desenvolvido, uma vez que é através deste que o *funding* é realizado.

O mercado secundário torna-se imprescindível, pois é através dele que os títulos emitidos pela empresas ganham liquidez, e, portanto, tornam-se atraentes a todos os agentes econômicos. Mattias (2005, p. 9) destaca que um mercado de capital desenvolvido reduz o risco de liquidez, permitindo a viabilização de investimentos de longo prazo. No entanto, previne Carvalho *et al.*, “(...) um mercado onde a atividade de especulação de curto prazo predomina tende a inibir a atuação de investidores institucionais”. (CARVALHO *et al.*, 2000, p.400)

Além de um mercado primário vigoroso, para que o mercado de capitais como um todo seja desenvolvido Carvalho *et al.* (*id.*) ressalta importância de “uma institucionalidade complexa”, com um “arcabouço jurídico e regulatório (que garanta os direitos e mitigue as possibilidades de fraudes)”.

2.3.2 Conflitos de Agência

Um aparato institucional complexo torna-se necessário, à medida que a captação de recursos via *funding* caracteriza um processo de dissociação entre controle e propriedade. De acordo com Andrade e Rossetti (2007, p.73), com a pulverização de ações pelas corporações surge os “proprietários passivos”, que deixam de ter poder sobre as decisões de gestão da empresa, e a figura dos “não proprietários usufrutuários”, que tomam as decisões sobre as estratégias de negócios das empresas.

Deste modo, cria-se uma nova relação intitulada “relação de agência”. Esta é estabelecida entre o acionista e o administrador, ou acionistas majoritários e minoritários⁸. Jensen e Meckling⁹ (1976, *apud* Silveira, 2004, p. 31) definem relação de agência como “um contrato no qual uma ou mais pessoas – o principal – engajam outra pessoa – o agente – para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para tomada de decisão pelo agente”.

Nesta relação, os envolvidos buscam maximizar seus interesses. Os acionistas, segundo Andrade e Rossetti (2007, p.84), estão “(...) focados em decisões financeiras, alocação eficaz de recursos, em carteira de máximo retorno, em diversificação de riscos de aplicação”. Enquanto os administradores estão “(...) focados em decisões empresarias, no domínio do negócio, em conhecimento de gestão, estratégia e operações”.

Keynes coloca em destaque as divergências entre acionistas e gestores como podemos ver neste trecho:

Um dos mais interessantes e despercebidos progressos das décadas recentes vem sendo a tendência da empresa a se socializar. Com o crescimento de uma grande instituição (...) alcança-se uma situação em que os proprietários do capital – isto é, os acionistas – estão quase inteiramente dissociados da administração, com o resultado de que o interesse direto desta última em produzir um grande lucro torna-se completamente secundário. Uma vez atingida esta fase, a estabilidade e a reputação gerais da instituição são mais levadas em conta pela administração do que a maximização dos lucros para os acionistas. (SZMRECSÁNYI, 1984, p. 130)

⁸ Outra categoria de conflito de agência é a de acionistas majoritários e minoritários. Os primeiros podem adotar práticas oportunistas. Apesar desta alteração a base teórica é a mesma.

⁹ JESSEN, M.; MECHLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of finance economics*, v. 3, p. 305-360, October, 1976.

Silveira (2004, p.32) destaca que os acionistas podem incorrer em custos de agência. Este, segundo Jensen e Meckling¹⁰ (*apud*, Silveira¹¹), é soma dos custos de formulação de contratos, de monitoramento dos agentes pelo principal, gastos dos agentes no esforço de mostrar para o principal que suas ações não afetarão os últimos de forma negativa e perdas na riqueza do principal pela divergência entre a decisão do agente e a decisão que geraria maior ganho ao principal.

Para que ocorra um estreitamento entre os objetivos dos acionistas e controladores, se faz necessário o cumprimento de dois critérios básicos:

Os contratos deverão estabelecer todas as condições para conciliar permanentemente os interesses de outorgantes e outorgados. E os comportamentos deverão ser tais que nenhum dos agentes venha a romper, por atos oportunistas, os princípios da relação¹².

No entanto, conforme descrito no axioma de Klein e no axioma de Jensen e Meckling, exposto por Andrade e Rossetti (2007, p. 85), pode ocorrer conflitos de agências. O primeiro axioma considera a inexistência de contratos completos e o segundo descreve que não existe agente perfeito. Para Klein (*id.*), a inviabilidade de contratos completos ocorre devido à dificuldade em se prever todas as adversidades possíveis no mundo dos negócios e de saber quais as respostas corporativas diante de tais situações. A estas dificuldades, inclui-se o comportamento dos agentes, que dificilmente se dedicarão a maximizar os objetivos de terceiros. Na concepção de Jensen e Meckling (*apud*, Andrade e Rossetti, p. 86 - 87), os agentes se movem buscando maximizar suas próprias curvas de utilidade.

Esta busca de maximização de utilidades individuais pode gerar um tipo de expropriação¹³ que pode ocorrer através de:

1) venda de ativos da empresa a baixo do valor de mercado para uma outra empresa de propriedade do controlador; 2) emprego de familiares não qualificados; 3) implementação de projetos ineficientes, mas que atendem a interesses particulares dos administradores; 4) salários excessivamente altos para diretores; 5) contratos desvantajosos com empresas fornecedoras controladas pelos diretores; 6) simples roubo; etc. (BARROS *et. al.*, 2000, p.48)

¹⁰ JESEN, M.; MECHLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of finance economics*, v. 3, p. 305-360, october, 1976.

¹¹ *Id.*

¹² *Ibid*, p.85.

¹³ Manipulação dos resultados da empresa pelos seus gestores causando redução na remuneração dos investidores.

Deste modo, conforme Andrade e Rossetti (2007, p. 85), a questão principal dos conflitos de agência reside em “buscas por resultados máximos, fundamentadas em propósitos imperfeitamente simétricos”.

Nesse contexto, a Governança Corporativa surge como forma de legitimar o direito dos *stakeholders*¹⁴. Esse modelo explicita as responsabilidades corporativas e, deste modo, reduz as assimetrias existentes no mercado.

Resumindo esse capítulo, percebe-se a importância do circuito *Finance-Investimento-Poupança-Funding*, o qual foi desenvolvido a partir da crítica Keynesiana a Teoria Neoclássica dos Fundos Empréstáveis. O principal ponto de divergência entre as teorias se dá em torno da causalidade entre poupança e investimento. Para os neoclássicos a poupança é formada *ex-ante* e o investimento *ex-post*, enquanto para os keynesianos está relação é inversa. Destaca-se também o papel do mercado de capitais no circuito *Finance-Investimento-Poupança-Funding*, o qual se converteu no *locus* da ligação entre investimentos, poupança e crescimento econômico. Entretanto, para que o *funding* cumpra seu papel é fundamental a existência de um mercado de capitais primário e secundário desenvolvidos, além de um aparato institucional eficiente destinado a regular o retorno adequado dos investimentos e o direito dos acionistas que não participam da gestão direta das empresas.

No próximo capítulo serão descritos alguns aspectos da organização do mercado brasileiro de ações, além de outros, relacionados à decisão dos agentes econômicos quanto participação neste mercado.

¹⁴ “Aquele que aposta numa empresa ou empreendimento e assume riscos, podendo ser uma pessoa ou um grupo como, por exemplo, seus proprietários, seus empregados ou mesmo seus clientes.” (SANDRONI, 2007, p.796)

3 ORGANIZAÇÃO DO MERCADO ACIONÁRIO E DECISÃO DE PARTICIPAÇÃO DOS AGENTES ECONOMICOS NESTE MERCADO

O presente capítulo objetiva abordar alguns aspectos do mercado de ações e mostrar de que maneira as empresas e famílias decidem participar deste mercado. Seu desenvolvimento se fará através de três seções. A primeira visa descrever aspectos da organização desse mercado. Na segunda, dedica-se a analisar fatores relacionados à decisão dos empresários em relação aos investimentos e captação de recursos. Por fim, a terceira seção analisa a decisão de alocação de poupança pelos agentes superaficitários.

3.1 ORGANIZAÇÃO DO MERCADO DE AÇÕES

As ações são títulos de renda variável, emitidos por Sociedades Anônimas, as quais representam a menor fração do capital de uma empresa. Esses títulos são negociados em mercados de bolsas ou de balcão, conferindo ao proprietário o direito de participação nos resultados da empresa. São denominados títulos de renda variável por ter seus rendimentos dependentes da performance da empresa e de sua capacidade de gerar lucros. As ações, segundo Cavalcante *et al.* (2005, p. 48 - 49) podem ser classificadas em dois grupos distintos:

(i) ações ordinárias: são aquelas que conferem aos seus detentores o direito de voto em assembleias. Cada ação ordinária dá o direito a um voto. Portanto, quanto mais ações o investidor tiver, maior sua influência nas decisões da empresa.

(ii) ações preferenciais: As ações preferenciais conferem o direito à participação nos lucros, mas os detentores não têm direito a voto. Porém, possuem prioridade no recebimento de dividendos e no reembolso de capital, em caso de dissolução da sociedade. As ações preferenciais podem passar a ter direito a voto quando a empresa, pelo prazo previsto no estatuto, não superior a três exercícios consecutivos, deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos a que fizerem jus os investidores. Se a empresa retornar o pagamento dos dividendos, as ações preferenciais deixam de proporcionar esse direito.

As ações podem ser negociadas no mercado primário ou no mercado secundário. Segundo Carvalho *et. al.* (2000, p. 241), o primeiro refere-se à

colocação inicial de títulos pelas empresas, que buscam captar recursos financeiros. Enquanto o segundo trata da negociação posterior a emissão realizada pela empresa. Este último permite que os papéis emitidos pelas empresas possuam maior liquidez.

O órgão responsável pela regulação do mercado de ações é a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Está é subordinada ao Ministério da Fazenda, tendo sido criada em 1976 pela Lei nº 6.385. É administrada por um presidente e quatro diretores nomeados pelo presidente da república. Este órgão é responsável por criar normas para garantir o bom funcionamento dos mercados de bolsa e de balcão, fiscalizar se estas normas estão sendo cumpridas pelos agentes envolvidos no processo de negociação de papéis e punir caso as regras não estejam sendo cumpridas. (CAVALCANTE *et. al.*, 2005, p.27)

O local onde ocorre a negociação de ações e títulos financeiros é a Bolsa de Valores. Esta, segundo Cavalcante *et. al.* (2005, p. 32), atua como instituição auxiliar da CVM na fiscalização do mercado, sendo também fiscalizada por esta última. A Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA é o maior centro de negociação da América latina. Até 2007, funcionava como uma entidade sem fins lucrativos. A partir de então, houve uma reestruturação societária, e a Bovespa passou a operar como uma sociedade por ações. No entanto, não deixou de lado seu principal objetivo institucional de manter o local adequado para negociação entre agentes superavitários e deficitários.

Na estrutura de mercado de ações, tem-se ainda a câmara de registro, liquidação e compensação de negócios, chamada Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC). Conforme informações fornecidas pelo site da CBLC, o seu nascimento representou uma resposta à necessidade do mercado brasileiro de uma estrutura moderna e eficiente que contemplasse as atividades relacionadas à liquidação, custódia e controle de risco para o mercado financeiro. Cavalcante *et. al.* (2005, p.36) destaca como principais operações da CBLC "(...) a entrega contra pagamento; liquidação garantida; liquidação em reserva e movimentação em fundos disponíveis no mesmo dia".

Por fim, destacam-se as Corretoras e Distribuidoras de Valores, que negociam na Bolsa de Valores em nome de seus clientes. As Corretoras, segundo Carvalho *et al.* (2000, p. 289) atuam diretamente na Bolsa de Valores submetendo-

se às regras desta. Já as Distribuidoras de Valores atuam no mercado de balcão ou em parceria com as Corretoras.

3.2 DECISÃO EMPRESARIAL QUANTO AO INVESTIMENTO E CAPTAÇÃO DE RECURSOS

A projeção de novos investimentos ocorre quando a empresa deseja ampliar sua capacidade produtiva, realizar inovações tecnológicas para manter-se competitiva, atender a demanda por seus produtos que aponta crescimento constante ou, ainda, existe a possibilidade de absorver empresas concorrentes. (DEMETRIO, 2004, p.15)

Para a teoria keynesiana, o aumento de investimento é estimulado pela eficiência marginal do capital. Nas palavras de Keynes (1983, p.101), eficiência marginal do capital é “a taxa de desconto que tornaria o valor presente do fluxo de anuidades das rendas esperadas desse capital, durante toda a sua existência, exatamente igual ao seu preço de oferta”. Na concepção keynesiana, quanto maior a expectativa de retorno do capital a ser investido, maior será o investimento realizado.

Segundo Araújo (1994, p. 121), a eficiência marginal do capital pode ser chamada de taxa interna de retorno (TIR), isto é, a “taxa que iguala o valor presente dos rendimentos líquidos futuros ao custo do investimento.” Se for maior que a taxa de juros de mercado, o projeto se mostra viável. Nesse sentido, pode-se notar que a decisão de investimento relaciona-se inversamente com a taxa de juros.

Após a etapa de aprovação de projetos de investimentos, a empresa necessita de recursos para que estes sejam implementados. No quadro a seguir, examina-se como a empresa pode obter recursos financeiros através de fontes internas e externas.

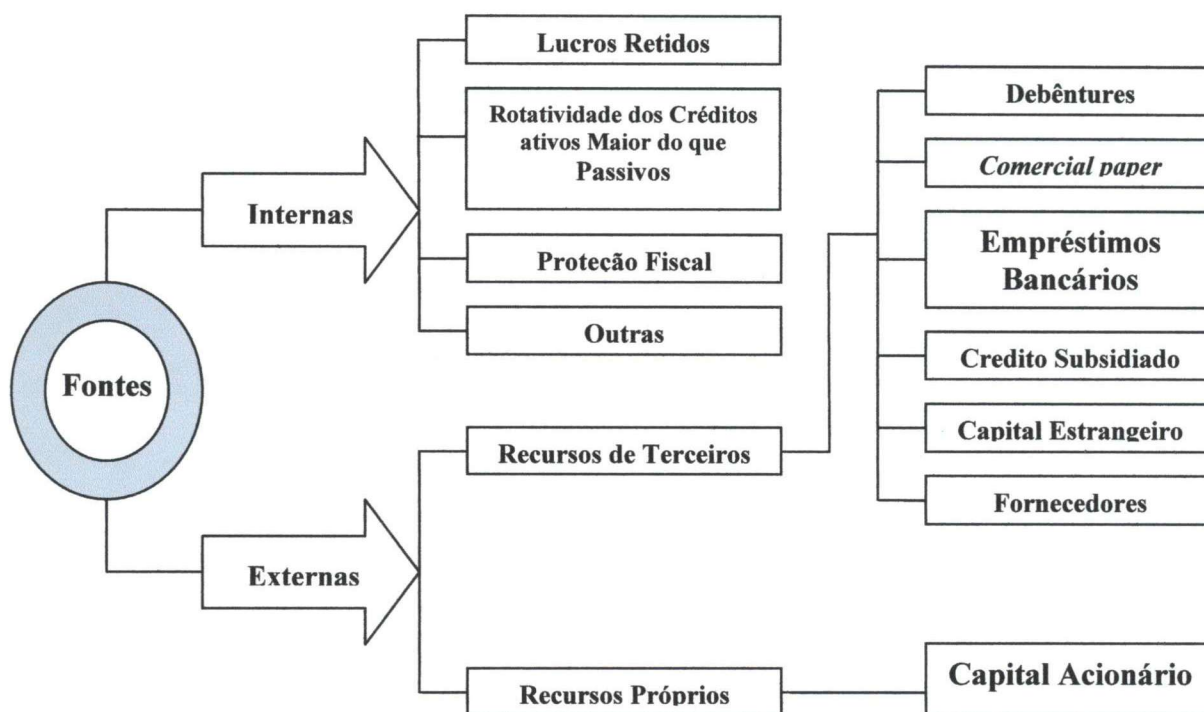


FIGURA 2 – FONTES DE RECURSOS PARA FINANCIAMENTO EMPRESARIAL
 FONTE: CAVALCANTE; MISUMI, 2001 p. 157

As fontes internas são consideradas por Cavalcante *et al.* (2001, p. 156) de natureza espontânea. Pois, estão relacionadas ao financiamento de matérias-primas, salários de funcionários, encargos trabalhistas e impostos. Além da utilização dos lucros retidos.

Já as fontes externas, segundo o autor, possuem natureza não-espontânea, uma vez que, a empresa recorre ao mercado de fundos apenas quando não possui recursos para cumprir com suas obrigações de curto prazo ou para realizar novos investimentos. Nesta modalidade, a empresa poderá optar por obter capital através de recursos de terceiros ou próprios. Sendo o primeiro representado principalmente pelo crédito bancário e o segundo através do capital acionário.

O empresário deverá compor a melhor estrutura de capital necessária para sustentar o investimento, definindo a proporção de recursos próprios e de terceiros. Casagrande Neto (1989, p. 54 - 55) afirma existir aspectos técnicos e subjetivos para definição da estrutura ótima de capital. No primeiro, ele considera "(...) os cálculos de viabilidade de projetos, taxa de retorno, fontes de financiamentos, custos, disponibilidade de recursos, preço de emissão *etc.*". Como fatores subjetivos, Neto destaca a personalidade do empresário, sua disposição para

assumir isoladamente riscos ou compartilhá-los, de disponibilizar informações sobre a empresa. Assim, considerando-se o objetivo da empresa e o ambiente em que formam suas expectativas econômicas, percebe-se que as decisões que envolvem a montagem de sua estrutura de capital é algo bastante complexo.

No mercado acionário, a companhia compartilha os riscos de implantação do projeto de investimento com os novos sócios, uma vez que o retorno do capital dos acionistas depende do rendimento deste projeto. Caso este não realize os lucros esperados, a empresa fica desobrigada a fazer desembolso financeiro em favor dos acionistas.

Diferentemente é o que ocorre quando o financiamento do investimento é feito via crédito bancário. Neste caso, a empresa assume uma dívida, com valor e data certa para pagamento. O risco é integralmente assumido pela empresa. Gimenes (2006, p. 28) destaca que no Brasil o mercado de crédito normalmente atende as demandas das empresas para viabilizar investimentos de curto prazo, pois quanto maior o prazo para amortização do empréstimo, maior o risco do crédito e, portanto, o custo deste se torna elevado.

A abertura de capital via emissão de ações tende a ser a melhor forma de *funding* para financiar investimento de longo prazo. Neste mercado, segundo Casagrande Neto (1989, p. 54-55) e Demetrio (2004, p. 12-21), o empresário possui diversas vantagens enumeradas a seguir:

1. Ampliação da possibilidade de captação de recursos financeiros;
2. Aumento da liquidez patronal: os acionistas têm a possibilidade de rever sua participação na empresa devido ao ingresso constante de novos investidores e, conseqüente, valorização do capital empresarial;
3. Melhora da imagem institucional: como a empresa deve cumprir diversas exigências para participar do mercado acionário, a respeitabilidade da empresa frente aos agentes econômicos tende a aumentar.
4. Possibilita a reestruturação societária: a abertura de capital facilita questões relacionadas à reestruturação societária necessária devido a estratégia empresarial, desligamento de acionistas, partilhas de heranças ou processos sucessórios.
5. Promoção de gestão profissional: este processo inicia-se devido as exigências legais para ingressar no mercado acionário como a necessidade de eleger conselheiros que representam os novos acionistas. Levando a uma maior

profissionalização técnica da administração, acarretando em maiores retornos as empresas.

6. Viabiliza um novo relacionamento com os funcionários: os funcionários podem adquirir ações, isto é, podem torna-se donos de uma pequena parte da empresa. Este é um fator motivador do trabalho, que além de melhorar a relação entre funcionário e empresa, proporciona uma elevação na produtividade.

7. Reestruturação do passivo e aumento da capacidade de endividamento da empresa: caso a empresa apresente um passivo mal estruturado com "(...) alta concentração no curto prazo, capital de giro baixo ou negativo, alta concentração no passivo bancário ou exigível total elevado em relação ao patrimônio líquido" a emissão de ações pode ser uma boa saída. Pois a injeção de recursos externos pode alongar o endividamento, possibilitar a amortização de contas altas, tornando o passivo da empresa mais saudável. Assim, como análise de crédito ocorre através do estudo do balanço patrimonial, e a emissão de ações reduz o coeficiente de endividamento, a empresa se torna apta a tomar novos empréstimos.

3.2.1 Procedimentos Para Entrada da Empresa no Mercado de Bolsa de Valores

De acordo com Mattias (2005, p. 20), o processo de abertura de capital pode ser caracterizado como a democratização do capital social de uma companhia. Este processo envolve, no entanto, adequações na estrutura da corporação e, conseqüentes, custos financeiros, legais e institucionais, de divulgação e publicidade e custos de intermediários financeiros. Isto caracteriza uma das principais desvantagens para abertura de capital, devendo ser levados em consideração no momento de definição das fontes de captação de recursos.

Ao optar por emitir ações para financiar seus investimentos a companhia terá que se submeter aos seguintes procedimentos burocráticos: efetuar seu registro de sociedade anônima de capital aberto; e registrar seus valores mobiliários na CVM além de obter seu registro na Bolsa de Valores. Assaf Neto (2004, p.245) destaca ainda a necessidade da presença de um intermediário financeiro¹⁵ e contratação de auditoria externa credenciada pela CVM, como exigências impostas através da Lei das Sociedade por Ações para a empresa atuar no pregão da Bolsa de Valores.

¹⁵ Bancos de investimento, bancos múltiplos, sociedades corretoras ou sociedades distribuidoras de valores.

3.2.2 Operações *Underwriting* e Determinação do Valor das Ações

Após realizar tais procedimentos, a empresa poderá promover o processo de subscrição pública de suas ações, através de operações *underwriting*¹⁶, as quais são descritas por Assaf Neto (2003, p. 243 - 244) como se segue:

1. tipo garantia firme ou puro - neste a empresa tem a quantidade de recurso desejado garantido pelo intermediário financeiro, que absorve os títulos não vendidos.
2. tipo residual - o intermediário não se responsabiliza, no momento da subscrição, pela integralização das ações. Podendo, após certo tempo, devolver ao emitente a parcela das ações não vendidas ou subscrever esta parcela integralmente.
3. tipo melhor esforço - a instituição mediadora apenas coloca o título para venda, ficando por conta da empresa o risco de não captação da quantidade desejada.

Um fator determinante para que ocorra a integralização das ações subscritas pela empresa é a determinação do preço de venda destas ações e a sua forma de emissão. Conforme disposto na legislação pertinente, o valor das ações deve ser determinado de acordo com a cotação provável das ações no mercado, com o valor do patrimônio líquido e com as perspectivas de rentabilidade da companhia. A assembleia de acionistas também deverá definir se serão lançadas ações preferenciais ou ordinárias, sem perder de vista a restrição legal de manter proporção de no máximo 50% entre ações ordinárias e preferenciais. (ASSAF NETO, 2004, p. 245)

¹⁶ "Processo pelo qual uma instituição financeira coordena e eventualmente garante a colocação dos títulos juntos ao mercado" (DEMETRIO, 2004, p. 5).

3.3 FATORES DETERMINANTES DA ALOCAÇÃO DE POUPANÇA

De acordo com o modelo keynesiano, a poupança é determinada pela propensão marginal a poupar, estando diretamente relacionada à renda dos agentes econômicos. Uma vez desejada e realizada, existem várias formas de alocá-la, isto é, o poupador pode optar por diversos tipos de investimento para aumentar seu poder de consumo no futuro. Conforme descrito por Carvalho *et al.* (2000, p. 365), estes podem ser classificados em ativos monetários, financeiros não-monetários e ativos não-financeiros.

A escolha entre os ativos é realizada num ambiente de incertezas e está relacionada às necessidades dos agentes quanto ao retorno financeiro do ativo em perspectiva (rentabilidade), ao risco envolvido na operação (segurança) e à possibilidade de transformar o investimento em dinheiro (liquidez). O quadro abaixo resume as opções de investimentos:

INVESTIMENTO	RENTABILIDADE	SEGURANÇA	LIQUIDEZ
Poupança	Baixa	Boa	Alta
Imóveis	Baixa	Boa	Baixa
Ações	Potencialmente Alta	Baixa	Conforme a ação
Ouro	Baixa	Boa	Alta

QUADRO 1 – OPÇÕES DE INVESTIMENTO

FONTE: Cavalcante, Misumi e Rudge (2005, p. 224)

Verifica-se através do quadro exposto que o investimento em ações propicia ao poupador a maior possibilidade de retorno financeiro. No entanto, este terá que suportar insegurança oferecida pelo mercado acionário. Cavalcante *et al.* (*ibid*, p. 229) ressaltam a importância dos investidores terem em mente qual o objetivo da poupança, para então poderem assumir os riscos deste mercado.

Normalmente, indica-se aos investidores a montagem de uma carteira de investimento, de modo a satisfazer tanto os objetivos de curto prazo quanto os de longo prazo. Esta carteira deve ser construída considerando as diversas alternativas de investimentos, dado o nível de risco dos mesmos. A maneira que será realizada a

montagem do portfólio de investimento depende do perfil do investidor. Isto pode ser classificado do seguinte modo:

Conservador	Agressivo	Especulador
<i>Procura conservar capital</i>	<i>Não hesita nas decisões; busca performance.</i>	<i>Procura ganhar nos indicadores</i>
50% em imóveis, seguro, ouro, poupança, títulos federais.	40% em títulos de renda fixa de alta liquidez	10% em títulos renda fixa de alta liquidez.
40% em títulos de renda fixa	30% em ações especulativas e operações alavancadas	40% em ações especulativas e operações alavancadas
10% em ações blue chips ou 2º linha	30% em ações de companhias de primeira linha	50% em ações de alta performance

QUADRO 2 - PERFIL DO INVESTIDOR

FONTE: Cavalcante, Misumi e Rudge (2005, p. 232)

Segundo o quadro acima, os maiores participantes do mercado acionário são os investidores com perfil agressivo e os especuladores. Os investidores possuem expectativas de lucro no longo prazo; os especuladores buscam ganhar o máximo possível no curto prazo. Ambos possuem uma maior tolerância ao risco, sendo que os últimos assumem riscos maiores.

Os poupadores que decidem operar no mercado acionário podem optar por realizar diretamente suas aplicações na bolsa de valores, ou buscar apoio junto a um profissional do mercado financeiro. No primeiro caso, o poupador minimiza os custos, uma vez que não necessita pagar taxa de administração. No entanto assume sozinho o risco de suas operações.

Finalizando, este capítulo proporcionou uma visão geral sobre o funcionamento do mercado de ações. Mostrou como ocorre a decisão da empresa para captação de recursos no mercado acionário e como os poupadores definem ofertar esses recursos as empresas demandantes. Procurou-se evidenciar também quem são os participantes no mercado acionário e as condições necessárias para negociação no mesmo.

O capítulo seguinte é dedicado à análise do desenvolvimento recente do mercado de ações brasileiro. Tendo em vista esse objetivo, são abordados aspectos macroeconômicos e institucionais entendidos como fundamentais para o amadurecimento deste mercado.

4 O MERCADO DE AÇÕES: ANÁLISE DE ASPECTOS MACROECONÔMICOS E INSTITUCIONAIS DETERMINANTES DO SEU PROCESSO DE DESENVOLVIMENTO RECENTE

Este capítulo se propõe a analisar alguns fatores macroeconômicos e institucionais que influenciaram fortemente o desenvolvimento do mercado de ações. Para tanto se desenvolve quatro seções. A primeira busca evidenciar a relevância de algumas variáveis macroeconômica para o entendimento do mercado de ações. Na segunda seção, são analisados aspectos relacionados com o programa de estabilidade da moeda e do sistema financeiro. Na terceira, analisa-se a evolução institucional, marcada pela reforma da Lei das Sociedades Anônimas e criação do Novo Mercado. E finalmente, a quarta seção dedica-se a expor alguns indicadores que confirmam a existência de um ambiente de estabilidade econômica, bem como mostrar alguns aspectos do desenvolvimento do mercado de ações neste ambiente.

4.1 A RELEVÂNCIA DE VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS NA ANÁLISE DE DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE AÇÕES

O mercado acionário estimula o aumento da poupança e pode promover a sua alocação eficiente no sentido pós-keynesiano que trata este trabalho, na medida em que se converte em *funding* dos investimentos produtivos. Este pode promover a elevação da renda associada a uma redução do desemprego, o que eleva o bem estar da população. Isto é, um mercado de ações eficiente é capaz de promover o crescimento econômico e melhorar as condições de vida da população.

Segundo Moolman e Du Toit¹⁷ (*apud*, Medeiros e Ramos, p.8) as variáveis econômicas utilizadas de forma mais constante na literatura para explicar o desenvolvimento do mercado de ações são o crescimento do produto interno bruto (PIB), a taxa de câmbio, o risco-país, a taxa de juros, a conjuntura internacional e a inflação.

Sumariamente, os argumentos dos atores se baseiam no seguinte. Primeiro, o mercado de ações pode afetar o crescimento econômico, como também pode ser afetado por ele. Pois, segundo Medeiros e Ramos (*Ibid*), vários estudos empíricos

¹⁷ MOOLMAN, E; DU TOIT, C. *An Econometric Model f the South African Stock Market, Eight Annual Conference on Econometric Modeling for África, - 4 July 2003.*

comprovam que a elevação do PIB promove elevação nos lucros da empresa, provocando aumento nos preços das ações. Deste modo, ocorre um círculo virtuoso entre mercado de ações e crescimento econômico.

Segundo, a respeito da taxa de câmbio, os autores mencionam a possibilidade de existirem impactos positivos e negativos. Os estudos empíricos de Fang¹⁸ (*apud*, Medeiros e Ramos, p. 9) concluíram que a depreciação da moeda reduz os preços e aumenta a volatilidade das ações, através das expectativas dos agentes que analisam o mercado de câmbio antes de realizarem investimentos nesses ativos. Já Jefferis e Okeahalam¹⁹ (*apud, id.*) chegaram à conclusão oposta, isto é, que este impacto é positivo, uma vez que as empresas que abastecem o mercado interno com produtos que são substitutos de bens importados se tornarão mais competitivas, elevando os lucros e os preços das ações. A análise econométrica de Medeiros e Ramos (2004, p. 11), para o Brasil indica também que a desvalorização cambial produz efeitos positivos no mercado de ações²⁰.

Terceiro, o risco-país interfere nas expectativas dos investidores. Quanto maior for este indicador, menos os investidores se dispõem a aplicar seus recursos em ativos de renda variável, afetando negativamente o mercado acionário.

Quarto, a elevação da taxa de juros deteriora o mercado de ações. Pois, do lado da oferta de ações, para que um projeto de novo investimento produtivo seja considerável viável, é necessário que a projeção de retorno do investimento seja maior que o obtido, caso o valor inicial a ser investido fosse aplicado no mercado financeiro. Normalmente, utiliza-se a taxa de juros SELIC, como um balizador desde custo de oportunidade. Quanto maior o custo de oportunidade, menos atrativo torna-se os investimentos produtivos. Nesse caso, haveria motivos para que a empresa optasse por buscar recursos através de emissão de ações. Do lado da demanda por ações, verifica-se que esta é afetada à medida que os títulos governamentais passam a ser uma opção de aplicação financeira mais segura e rentável. Assim, os recursos que poderiam ser destinados para as empresas produtivas são direcionados para o financiamento do governo.

¹⁸ FANG, W. *The affects of Currency Depreciation on Stock Returns: Evidence from Five East Asian Economics*. **Applied Economics Letters**, Vol. 9 (3): 195-199, 2002.

¹⁹ JEFFERIS, K.R. e OKEAHALAM, C.C., *The impact of economic fundamentals on stock markets in southern Africa*. **Development Southern Africa**, 17(1):23-51, 2000.

²⁰ Conforme este estudo, o mercado de ações se torna mais atraente devido à elevação do preço das ações causada pela desvalorização cambial. A análise dos resultados econométricos foge dos objetivos deste trabalho.

Quinto, o comportamento das bolsas de valores internacionais afeta proporcionalmente o mercado de ações. Em se tratando do atual estágio de globalização financeira, quanto melhor for o seu desempenho mais atrativo se torna o mercado de ações doméstico.

Por fim, a redução da inflação é um dos fatores que proporciona o desenvolvimento do mercado de ações, visto que a estabilidade econômica torna o ambiente de negociação menos volátil e possibilita uma melhor previsão dos rendimentos a serem auferidos pelos investidores.

4.2 PROGRAMA DE ESTABILIZAÇÃO DE PREÇOS

O Programa de Estabilização foi o fator crucial para o desenvolvimento mais recente das atividades do mercado de capitais no Brasil, especialmente, do mercado de ações. Considerando que sua ampliação, diversificação e liquidez, conforme descrito na análise do modelo *Finance Funding* visto no capítulo 2, depende basicamente das expectativas dos agentes, num ambiente inflacionário é difícil que estas se tornem favoráveis ao empreendimento produtivo.

O Brasil conviveu por muitos anos com altos índices inflacionários, tornando a economia brasileira pouco competitiva. Foram muitas as tentativas para alcançar a estabilidade de preços, mas apenas em 1994, com a implementação do Plano Real, o governo conseguiu atingir seu objetivo.

Preliminarmente, lançou-se mão do mecanismo Unidade Real de Valor (URV). Este foi utilizado como referencial de preços, ou indexador único de preços, até que houvesse condições para que o Cruzeiro Real fosse desmonetizado e substituído por uma nova moeda. Isso possibilitou um processo de convergência das expectativas, fator considerado crucial para o sucesso do plano. A URV foi então a grande responsável pela desindexação da economia e pelo fim da memória inflacionária.

O Plano Real, implantado a partir de 1º de julho de 1994, foi calcado em três diretrizes principais. A política monetária, de um lado, promoveu a elevação da taxa de juros e ampliação dos depósitos compulsórios junto ao Banco Central, reduziu a base monetária através do controle de emissão de moeda e implantou uma nova moeda intitulada real. A política cambial, de outro lado, estabeleceu uma “âncora cambial”, em que o Banco Central buscou a valorização do Real em

relação ao dólar, através da administração da taxa de câmbio num regime de bandas cambiais. Por último, a política fiscal, com o intuito alcançar o equilíbrio das contas públicas, promoveu reformas estruturais e ajustes fiscais, o que resultou em aumento de impostos e cortes nos gastos públicos.

Há um relativo consenso na literatura de que o processo de redução da taxa de inflação foi derivado de um choque de concorrência, promovido pela forte abertura comercial, baseada na queda de barreiras tarifárias e valorização da moeda nacional. A estabilização dos preços promovida pelo real aliada às importações de produtos, forçou o ajuste de preços de bens *tradeables*²¹ para baixo. Isso forçou as indústrias nacionais a promoverem melhorias em seus custos e qualidade de seus produtos para que se tornassem mais competitivos. Assim, o país deixou para trás as políticas protecionistas e, seguindo a tendência mundial, adotou uma postura claramente neoliberal.

As principais mudanças do período, como destacam Andrade e Rossetti (2007, p. 399), foram as políticas voltadas para privatizações de empresas nacionais, a existência de novos marcos regulatórios, a desmonopolização e a inserção da economia brasileira na economia internacional. Essa última ocorreu não apenas com a entrada de produtos e capitais externos no País, mais também através do acesso das empresas nacionais ao mercado internacional. No mercado de capitais isso ocorreu por meio do acesso as bolsas de valores estrangeiras, principalmente da bolsa de Nova York através de lançamentos de *ADR's - American Depositary Receipts* ²².

Num primeiro momento, o Plano Real obteve bons resultados, como controle da inflação e aumento do investimento, com um cenário positivo para atração de capital produtivo até 1997. No mercado de capitais, notou-se um aumento significativo de entrada de capitais estrangeiros, chegando a US\$ 35 bilhões naquele ano. Além do aumento nos fluxos de emissões primárias de ações e crescimento no número de empresas abertas. Tais fatos deveram-se ao crescimento do mercado secundário provocado pelas privatizações, e à credibilidade nacional alcançada devido às políticas implantadas.

É evidente que os benefícios gerados em função deste novo quadro econômico foram muitos, como a modernização do parque produtivo, a geração de

²¹ Bens que podem ser negociados do comércio internacional.

²² Títulos lançados do mercado de capital americano.

empregos, e de renda e a ampliação da concorrência. No entanto, embora a desindexação da economia tivesse obtido êxito imediato, os instrumentos utilizados causaram outros problemas para a economia. O choque de concorrência utilizado para combater a inflação acabou gerando um profundo desequilíbrio na balança comercial brasileira. Isto obrigou o Banco Central a elevar a taxa de juros, a fim de atrair capitais para financiar o déficit, o que gerou uma explosão na dívida interna. Assim, o Brasil se tornou dependente de recursos externos e extremamente vulnerável a crises internacionais.

Durante a vigência do Plano Real, o Brasil sofreu com várias crises econômicas, como a crise mexicana em dezembro de 1994, asiática em 1997 e a russa em 1998.

A crise do México foi causada por uma maxidesvalorização cambial, devido a situação em se encontrava o balanço de pagamento mexicano. Tal fato, ocasionou desconfiança entre os agentes financeiros no sentido que o mesmo poderia acontecer nos demais países em desenvolvimentos, como o Brasil, que possuía regime de câmbio fixo. Além disso, segundo Castro (2004, p.167-168), o Brasil experimentava internamente um superaquecimento econômico. No quarto trimestre de 1994, o PIB havia crescido 11% em relação ao mesmo período do ano anterior. Também ocorreu redução das reservas internacionais em US\$ 11 bilhões, entre junho de 1994 e abril de 1995. Dada a preocupação do governo com a persistência da memória inflacionária, a fim de preservar a estabilização econômica e manter o capital estrangeiro no País, foram tomadas as seguintes medidas: aumento do intervalo de flutuação das bandas cambiais, elevação da taxa de juros e controle às importações. Os resultados destas medidas foram a recuperação das reservas internacionais e a queda da inflação, porém à custa de baixo desempenho do PIB.

Em meados de 1997 ocorreu a crise asiática, levando o Brasil a mais um ataque especulativo. Novamente o governo elevou os juros como modo de atrair a entrada de capital estrangeiro, além de adotar um pacote com 51 medidas para conter a crise. Dentre essas medidas, a principal modificação no mercado de ações foi a alteração na Lei de Mercado de Capitais e da Lei das Sociedades Anônimas. Segundo Andrezzo e Lima (2002, p. 288), esta buscava resgatar a credibilidade do mercado de capitais, fornecendo ao Conselho Monetário Nacional (CMN) mecanismos que possibilitasse punir práticas ilícitas no mercado de capitais. A

alteração na Lei das S.A.'s, permitiu a maior flexibilização na reestruturação das empresas, facilitando processos de fusões e aquisições.

A partir disso, o governo manteve a estratégia de financiamento externo do balanço de pagamentos, fortalecendo as reservas internacionais, através da privatização da Telebrás em 1998. Deste modo, o governo conseguiu acalmar o mercado financeiro.

No entanto, em 1998 a Rússia, país com alto endividamento externo e regime de câmbio fixo, declarou moratória. Novamente, os investidores foram tomados pela desconfiança de que o Brasil não conseguiria manter o câmbio valorizado, o que gerou nova fuga de capitais. Mas, desta vez o governo não conseguiu conter a saída maciça de capitais através do mecanismo de elevação de taxa de juros. Assim, em janeiro de 1999, o sistema de bandas cambiais foi abandonado, dando lugar ao regime de câmbio flexível com intervenção. Em seguida houve uma profunda desvalorização da moeda brasileira. Assim o dólar que antes da desvalorização era cotado a R\$ 1,20, segundo dados divulgado pelo Ipeadata, em pouco tempo atingiu o valor de R\$ 2,00.

Tudo indicava que o Brasil começaria a vivenciar uma grave crise econômica como a ocorrida no México anos antes. Mas, Castro (2004, p.177) afirma que este cenário se alterou quando Armínio Fraga assumiu a presidência do Banco Central. A principal medida realizada pelo novo presidente da instituição, foi a adoção do sistema de metas de inflação. Neste sistema, a taxa de juros passou a ser a nova âncora de política monetária destinada ao controle da inflação.

Na avaliação do governo, o sistema de metas de inflação foi um importante fator para a estabilização de preços, e para que o Brasil retomasse o crescimento econômico. No entanto, este crescimento foi freado diante de uma combinação de crises que afetaram o País no ano de 2001. O Brasil naquele ano enfrentou a crise energética, a crise da Argentina e as conseqüências do ataque terrorista de "11 de setembro" nos Estados Unidos. Tais fatos fizeram com que os investidores adotassem uma postura cautelosa, em paralelo a uma nova desvalorização cambial e a forte queda na bolsa de valores.

O ano de 2002 foi marcado pelas incertezas relacionadas à sucessão presidencial. Havia uma insegurança quanto a não continuidade da política econômica baseada em austeridade fiscal, em regime de metas de inflação, no câmbio flutuante, e com relação ao propósito de pagamento da dívida externa. Este

cenário acarretou mais uma significativa desvalorização cambial, aumento do risco país e elevação da taxa de juros.

Do lado do mercado de capitais, conforme dados divulgados pela CVM, no período de 1997 a 2001 ocorreu uma redução de 110 companhias listadas na Bovespa. Como um dos reflexos, houve redução no volume negociado na Bolsa, passando de US\$ 191 bilhões em 1997, para US\$ 101 bilhões em 2000 e US\$ 65 bilhões em 2001.

4.3 ASPECTOS INSTITUCIONAIS

Em meio à conjuntura de crises vivenciada pelo Brasil nos anos 90 e início do ano 2000, devido ao contato do mercado financeiro brasileiro com investidores mais exigentes e com outros mercados mais desenvolvidos, sentiu-se a necessidade de realizar mudanças tecnológicas e institucionais no mercado de capitais nacional.

Com relação às inovações tecnológicas recentes implantaram-se a Mega Bolsa, o *Home Broker* e o *After-Market*. No aspecto institucional, Andrezzo e Lima (2002, p. 247), destacam as modificações da Lei nº 9.069/95. Uma delas foi a redução dos membros do Conselho Monetário Nacional, passando a ser integrado apenas por agentes públicos. Também ocorreu a criação do Instituto Brasileiro da Governança Corporativa, fator importante para as futuras melhorias nas práticas de governança corporativa. No entanto, as mais significativas mudanças ocorreram com a reforma da Lei das Sociedades Anônimas e a criação do Novo Mercado.

4.3.1 A reforma da Lei das Sociedades Anônimas

Com as mudanças ocorridas nos anos 90 no cenário econômico, se fez necessário modernizar a antiga lei que regulava as sociedades anônimas (6.404/76). O que foi natural, pois

o destino das leis sobre as sociedades por ações é serem modificadas sem cessar: seja a pedido do público, que reclama a insuficiente proteção contra a fraude, cujos aspectos proteiformes e meios de ação aperfeiçoados frequentemente conduzem ao insucesso dos atos normativos mais bem estudados; seja a pedido do alto comércio e da finança, que entendem poder se desenvolver sem entraves inúteis, e adaptar suas empresas, sem risco de contrariar proibições em desuso, às formas e novas combinações

que progresso faz surgir incessantemente. (LAMY E BULHÕES²³, *apud*, Borges e Serrão, 2005, p. 130)

A reforma da Lei 6.404/76, a luz das concepções sobre a governança corporativa, objetivava a proteção dos direitos dos acionistas minoritários. Esta se deu através da Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001. Os principais pontos de alteração desta lei foram destacados por Borges e Sermão (2005, p. 130) da seguinte forma:

- a proporção entre ações ordinárias e preferenciais passou para 50%, aumentando a participação de ações com direito a voto no capital social;
- atribuição de vantagens às ações preferências, sendo elas: direito ao dividendo mínimo de 25% do lucro líquido do exercício anterior (*free-float*) e 3% do patrimônio líquido, além de dividendos ao menos 10% mais elevados que os destinados as ações ordinárias e ter direito a participar da oferta pública de ações caso ocorra venda da empresa;
- eleição de um membro do conselho fiscal por acionistas detentores de pelo menos de 10% de ações preferenciais ou 15% de ações com direito a voto;
- direito dos titulares de ações ordinárias a alienar suas ações quando ocorra venda da companhia ao preço de 80% do valor pago por ação integrante do bloco de controle (*tag along*);
- em hipótese de fechamento de capital de companhia aberta, esta é obrigada a realizar oferta pública de ações, por preço justo

É importante destacar também que através da Lei 10.303 foi fortalecido a Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Esse órgão regulatório passou a ser autofinanciado, possibilitando um melhor dimensionamento da sua estrutura em relação ao tamanho do mercado.

4.3.2 O Novo Mercado

O mercado de capitais passou por um momento difícil no início no século XXI. Entendeu-se que a situação observada naquele momento tinha alta relação com a estrutura regulatória do mercado acionário. Assim, se fossem garantidas aos

²³ LAMY, A.; BULHÕES, P. *Lei das S.A.'s : pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

acionistas maior segurança e transparência de informações, poderia ocorrer uma maior liquidez e valorização das ações.

No entanto, Carvalho ressaltou que

“reformas da legislação referentes à governança de empresas de capital aberto geralmente enfrentam barreiras políticas. Obviamente, a principal fonte de oposição é formado pelos grupos que controlam essas empresas, pois o aumento da proteção aos minoritários equivale à redução do valor do controle. A grande dificuldade em viabilizar a uma reforma plena reside no elevado poder político dos grupos controladores”. (CARVALHO²⁴, *apud* Andrade e Rossetti, p.438)

Assim, a Bolsa de Valores de São Paulo- BOVESPA criou o Novo Mercado. Este é um segmento de listagem das empresas na Bolsa de Valores, no qual as companhias se comprometem espontaneamente, através de um contrato com a Bovespa, a adotar boas práticas de Governança Corporativa e emitir apenas ações ordinárias.

A terminologia Governança Corporativa (CG) começou a ser utilizada no início dos anos 90 para designar o conjunto de regras que regulamenta a relação dos acionistas controladores, acionistas minoritários e administradores. O conceito de Governança Corporativa origina-se dos “conflitos de agência”. Tendo como objetivo principal “criar um conjunto eficiente de mecanismos, tanto de incentivos quanto de monitoramento, a fim de assegurar que o comportamento dos executivos esteja sempre alinhado aos interesses dos acionistas”²⁵.

Dada as características do mercado de ações do Brasil, conheciam-se as dificuldades de uma mudança drástica no mercado. Assim a Bovespa ofertou dois níveis intermediários de governança: Nível I e Nível II.

O Nível I refere-se basicamente ao comprometimento com o detalhamento das informações financeira e contábeis da empresa. Busca-se neste nível uma maior transparência (*disclosure*).

Para uma empresa ingressar no Nível II é necessário que, além de assumir os compromissos do Nível I, ela se comprometa com critérios mais amplos de Governança Corporativa que visam beneficiar os investidores minoritários através de

²⁴CARVALHO, A. G. Governança Corporativa no Brasil em perspectiva. Revista de Administração, São Paulo, v.37, n.º 3, jul./set. 2002.

²⁵ IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br>>. Acessado em: 01/08/2008

atendimento a requisitos societários. Entre esses requisitos citam-se: i) exigência de demonstração financeira no padrão internacional; ii) o *tag along*: “Em caso de venda do controle acionário, extensão da oferta de compra para todos os acionistas detentores de ações ordinárias, como pagamento do mesmo valor de aquisição das ações do grupo de controle(...)”²⁶; iii) realizar pagamento de no mínimo 80% do valor das ações ordinárias aos que possuem ações preferenciais; e iv) conceder direito a voto aos detentores de ações preferenciais.

Outra significativa modificação institucional realizada pela Bovespa foi a criação da Câmara de Arbitragem. Esta objetiva resolver os possíveis conflitos entre as empresas que aderirem ao Nível II de Governança Corporativa no âmbito do Novo Mercado. Destaca-se por último, a criação do Índice de Governança Corporativa (IGC)²⁷, para possibilitar a avaliação do desempenho de ações de empresas que adotaram boas práticas de governança corporativa.

Estas alterações institucionais trouxeram maior credibilidade para a economia Brasileira, atraindo novas companhias para o mercado primário de ações e muitos investidores para o Bovespa.

4.4 A ESTABILIDADE ECONÔMICA E A EVOLUÇÃO DO MERCADO DE AÇÕES

Conforme foi exposto anteriormente, o período de 1994 a 2002 foi marcado por mudanças econômicas e institucionais, as quais não impediram a predominância de cenários de instabilidade macroeconômica. A propósito, é importante destacar que para determinar se o ambiente possui estabilidade econômica consideram-se os seguintes fatores ressaltados por Teixeira²⁸ (apud, Gonzalez, 2006): “i) controle inflacionário; ii) controle das contas públicas; iii) equilíbrio no setor externo da economia e iv) taxas razoáveis de crescimento”. Como naquele período verificou-se uma deterioração dos fundamentos macroeconômicos²⁹, obtendo bons resultados

²⁶ ANDRADE, A.; ROSSETTI, J.P.; Governança Corporativa: Fundamentos, desenvolvimento e tendências. São Paulo: Atlas, 2007, p.441.

²⁷ O IGC é formado a partir de uma carteira teórica de ações das empresas que estão listadas na BOVESPA no Nível I, Nível II e no Novo Mercado.

²⁸ TEIXEIRA, N. Mercado de Capitais Brasileiro a Luz de Seus Avanços e Desafios. In: Mercado de Capitais e Crescimento Econômico- lições Internacionais, desafios brasileiros. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2005.

²⁹ Câmbio sobrevalorizado, ampliação do endividamento externo, déficit na Balança Comercial, retardamento do crescimento, elevação do desemprego, etc.

apenas com o controle inflacionário, conclui-se que a instabilidade econômica foi o quadro dominante.

Iniciou-se o ano de 2003 ainda sob as incertezas com relação ao rumo da política econômica após a posse do novo presidente da República, Luiz Inácio Lula da Silva. O risco-Brasil, em março daquele ano, era de 700 pontos e a inflação já atingia 12%. Assim, buscando conter a inflação e reconquistar a credibilidade do país frente aos investidores, o novo governo adotou diversas medidas de caráter ortodoxo, tais como: aumento da taxa de juros e renovação do acordo com FMI, dentre outras.

A partir do segundo semestre daquele ano, a postura do governo somado ao superávit recorde de U\$ 24,8 bilhões da balança comercial, o aumento dos investimentos diretos, a contenção da inflação e a retomada do crescimento econômico mundial, segundo Informe Técnico da Bovespa (2003, p.1), fizeram com e que o risco-país caísse para menos de 500 pontos e que os investidores retornassem a confiança na economia brasileira, criando-se condição para que ocorresse redução da taxa de juros.

A evolução positiva das principais variáveis macroeconômicas ocorridas em 2003 continuou durante os anos seguintes. O gráfico 2 a seguir sintetiza a melhora de alguns desses indicadores.

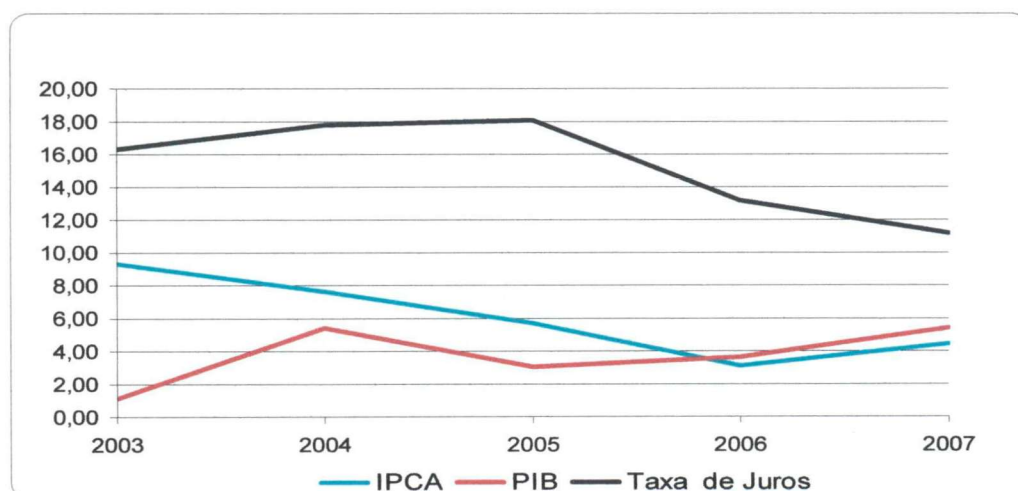


GRÁFICO 2 – Síntese dos Principais Indicadores Econômicos

FONTE: IPEADATA. Elaboração Própria (2008).

Observou-se que a inflação medida pelo Índice de Preço ao Consumidor Amplo – IPCA³⁰, de acordo com o gráfico 2, reduziu de 9,3% em 2003 para 4,45% em 2007. A taxa de juros SELIC, seguindo a tendência de queda da inflação, passou de 21,9 % ao ano em 2002 para 16,3% em 2003, chegando a 11,8% em 2007.

O Produto Interno Bruto (PIB) também apresentou evolução positiva. No ano de 2003 o PIB havia aumentado apenas 1,13%, contra 5,7% em 2004, em 2005 e 2006 experimentou crescimento próximo a 3,5% e em 2007 recuperou-se, voltando a crescer 5,4%.

Destaca-se ainda o comportamento da balança comercial, cujos dados divulgados pelo Banco Central demonstram que o saldo continuou superando seus recordes ano a ano, atingindo em 2006, o pico de U\$ 46.457 milhões. Em 2007 o saldo da balança de comercial teve uma queda de 16%, aparentemente influenciada pela crise imobiliária dos Estados Unidos que causou desaquecimento econômico deste país.

As reservas internacionais brasileiras, conforme dados do Banco Central, aumentaram em 21% entre 2002-2003. Em 2007 as reservas atingiram U\$ 180 bilhões, o que significou elevação de 78% em relação a 2002.

A proporção entre dívida pública e PIB a partir de 2004, segundo dados do Ipeadata, começou a traçar uma trajetória de queda. No final de 2003, essa relação era de 52,4%, no ano seguinte passou para 47%, e em dezembro de 2007 chegou a 42,3%.

Nos últimos cinco anos, a taxa de câmbio manteve a tendência de valorização. Em janeiro de 2003, era de R\$ 3,66 chegando ao final de 2007 a R\$ 1,77.

A conjuntura econômica favorável verificada no período em análise propiciou novas quedas significativa no indicador de risco-país. Em agosto 2007, conforme divulgado pelo Banco Central, o risco-país medido pela *Emerging Markets Bond Index Plus Brazil* (Embi+Brazil) atingiu 198 pontos, abaixo dos Embi+ que mede risco geral dos emergentes. Este fato aumentou a possibilidade do Brasil obter o título de grau de investimento junto às agências internacionais de classificação de risco.

³⁰ Índices de Inflação oficial do Governo Federal para medição das metas inflacionária, contratadas com o FMI, a partir de julho/99. (IBGE)

Este cenário positivo beneficiou sobremaneira o mercado de ações, visto que as expectativas dos investidores passaram a ser extremamente positivas. Tal fato pode ser verificado através do comportamento de alguns números sobre a movimentação nesse mercado. Inicia-se a análise a partir do indicador Ibovespa³¹.

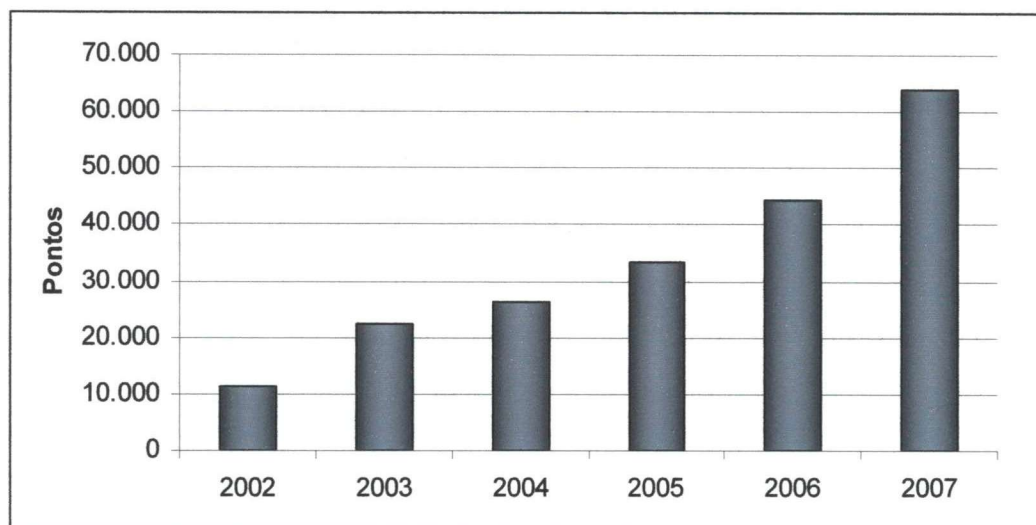


GRÁFICO 3 – Evolução Ibovespa

FONTE: BOVESPA. Elaboração Própria (2008).

Conforme demonstrado no gráfico 3, em 2002 o Índice da Bovespa apresentava 14.448 pontos, representando um crescimento aproximadamente 26% em relação ao registrado no ano anterior. Em 2007, esse indicador demonstrou os surpreendentes 63.886 pontos, uma elevação de 467% comparada a 2002 e 44% em relação a 2006.

As empresas listadas na Bolsa de Valores tiveram uma valorização de 266% entre 2003 e 2007. No início desse período o valor de mercado das empresas era de R\$ 677 bilhões. Ao final de 2007 está cifra chegou a R\$ 2.478 bilhões (Gráfico 4, a seguir).

³¹ "O Ibovespa é importante indicado do desempenho médio das cotações do mercado de ações. (...) é o valor atual em moeda do país de uma carteira teórica de ações, a partir de uma aplicação hipotética." (CAVALCANTE, *et. al.*, 2005, p.95)

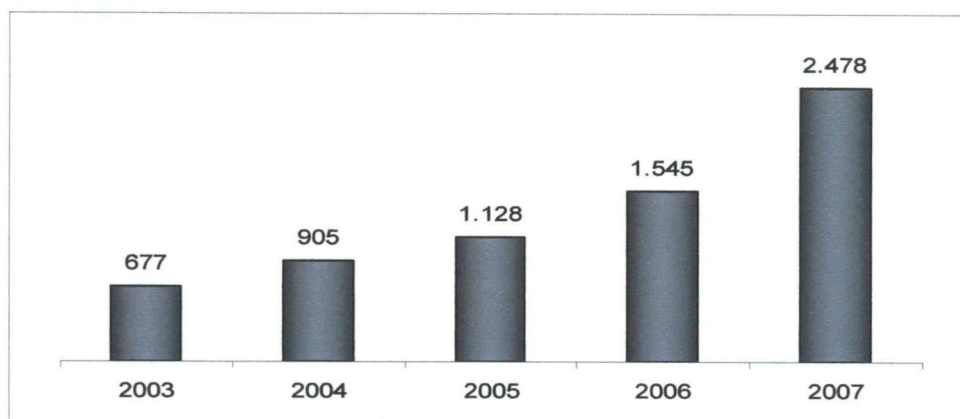


GRÁFICO 4 - Valor de Mercado das Empresas Listadas na Bovespa - R\$ Bilhões
 FONTE: BOVESPA. Elaboração Própria (2008).

Pelo gráfico 5, vê-se o volume médio de negociações diário anual também apresentou uma evolução excepcional. Em 2003, o volume médio de negociação era de, aproximadamente, 800 milhões ao dia. No ano de 2007 houve um salto de 390%, o volume de negociações médio, naquele ano, chegou a 4,9 bilhões ao dia.

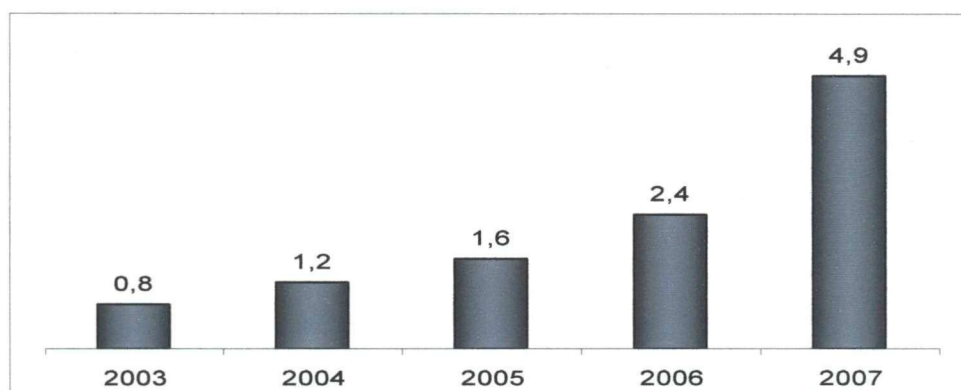


GRÁFICO 5 – Volume Médio de Negociação Diária Anual - R\$ Bilhões
 FONTE: BOVESPA. Elaboração Própria (2008).

Esse crescimento da Bolsa foi acompanhado por uma tendência de desconcentração no mercado de ações. Em 2003, as 10 ações mais negociadas correspondiam a 57% do montante transacionado no mercado à vista. Em 2007, a concentração observada foi de 46% entre as 10 ações mais líquidas do mercado.

Em termos de perfil do investidor participante no volume transacionado no mercado acionário, é possível observar (Gráfico 6), que houve um aumento na participação dos investidores institucionais e estrangeiros.

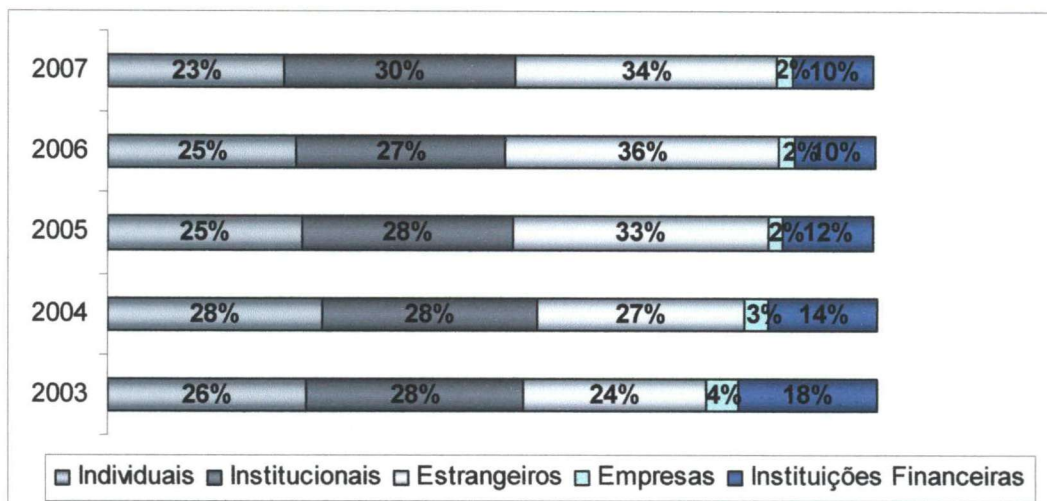


GRÁFICO 6 – Participação dos Investidores no volume total transacionado
 FONTE: BOVESPA. Elaboração Própria.

No ano de 2007, a participação dos investidores institucionais atingiu 30%. Embora o crescimento tenha sido tímido, com elevação de apenas 3 pontos percentuais, observa-se uma tendência favorável ao mercado de ações. Pois, os investidores institucionais³², juntamente com os investidores estrangeiros são os mais importantes participantes do mercado de ações. Como destacam Cavalcante *et. al.* (2005, p.245), esses investidores possuem gestão profissional e visão de longo prazo, aceitam maiores riscos e aumentam constantemente volume de aplicação.

Os investimentos estrangeiros aumentaram sua participação no mercado de ações entre 2003 e 2006 em 12 pontos percentuais. A redução de 2 pontos percentuais em 2007 deveu-se basicamente à crise imobiliária americana, aprofundada em meados de 2007. Naquele ano, a participação dos estrangeiros nas ofertas públicas de ações foi de 75,4%.

O gráfico 7 a seguir mostra a evolução do número de ofertas públicas iniciais (IPO's) de ações. Em 2004, ocorreram apenas quatro novas aberturas de capital, contra 64 novas emissões iniciais em 2007, o que representa um salto de captação de R\$4,4 bilhões, em 2004, para R\$55,7 bilhões, em 2007.

³² Investidores Institucionais são fundos de pensão e de investimento, companhias de seguros e capitalização e companhias de investimento.

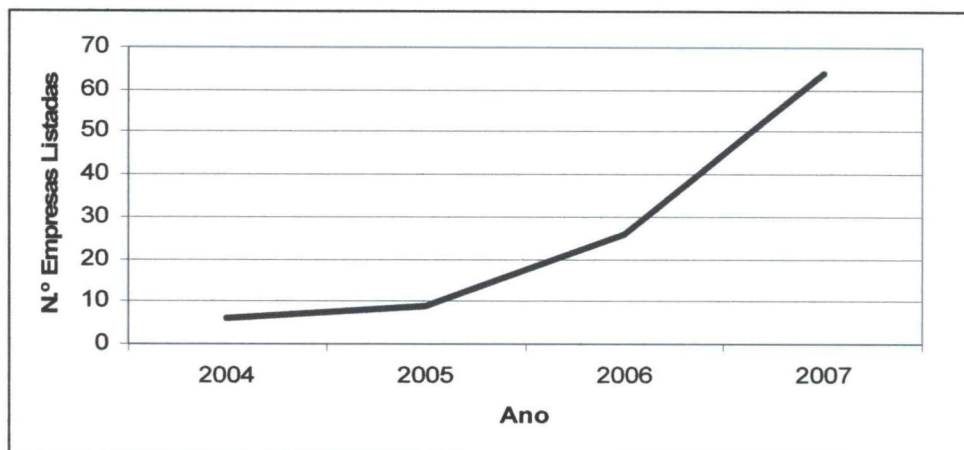


GRÁFICO 7 – Abertura de Capital na Bovespa

FONTE: BOVESPA. Elaboração Própria.

Durante este período, totalizaram-se 105 novas aberturas de capital na Bovespa. Destas, conforme ilustrado a seguir, 72% foram listadas no Novo Mercado, 20% comprometeram-se com práticas diferenciadas de governança corporativa, e 8% realizaram abertura de capital através do *Brazilian Depositary Receipts – BDR*³³.

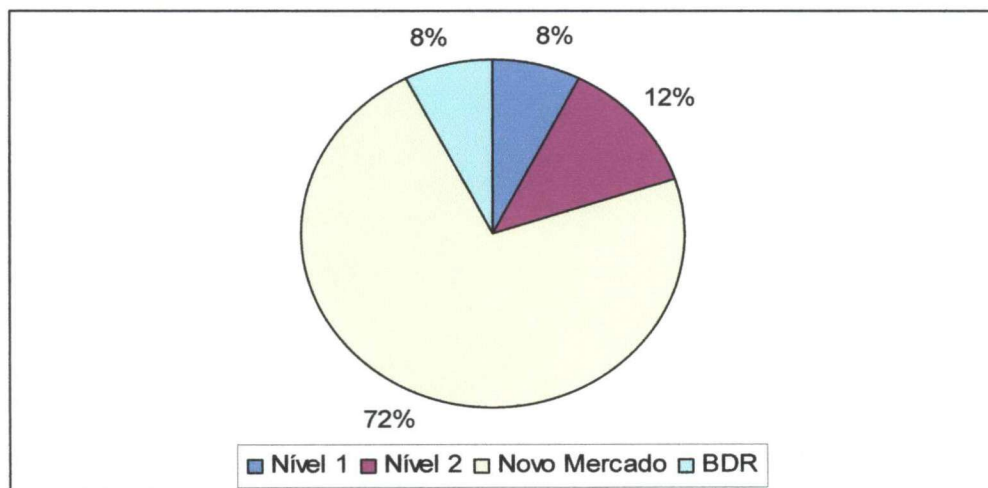


GRÁFICO 8 – Participação das IPO's Por Segmento de Mercado

FONTE: BOVESPA. Elaboração Própria.

Os dados estatísticos apresentados revelaram que houve incrementos importantes na relação entre valor de mercado das empresas listadas na Bovespa (capitalização bursátil) em relação ao Produto Interno Bruto (PIB). Conforme mostra

³³ BDR são certificados representativos de valores mobiliários emitidos por companhias abertas com sede no exterior, negociáveis no mercado brasileiro. (www.bradescocustodia.com.br)

o quadro 3, a razão entre tais magnitudes passou dos 32% em 2003 para 97% em 2007.

Ano	PIB (a preços de 2007- em R\$ bilhões)	Capitalização Bursátil- Em R\$ bilhões	Capitalização Bursátil/ PIB
2003	2.145	677	32%
2004	2.268	905	40%
2005	2.339	1.128	48%
2006	2.427	1.545	64%
2007	2.559	2.478	97%

Quadro 3 – Capitalização Bursátil/PIB

FONTE: Bovespa (Capitalização Bursátil), Ipeadata(PIB). Elaboração própria (2008).

Outro fator importante a ser observado no desenvolvimento recente do mercado de ações é a alteração nos *funding* para investimento a longo prazo. Destaca-se que, por muito tempo, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) assumiu o papel de financiador de investimentos produtivos. No entanto, o gráfico 10 a seguir, demonstra alteração neste comportamento.

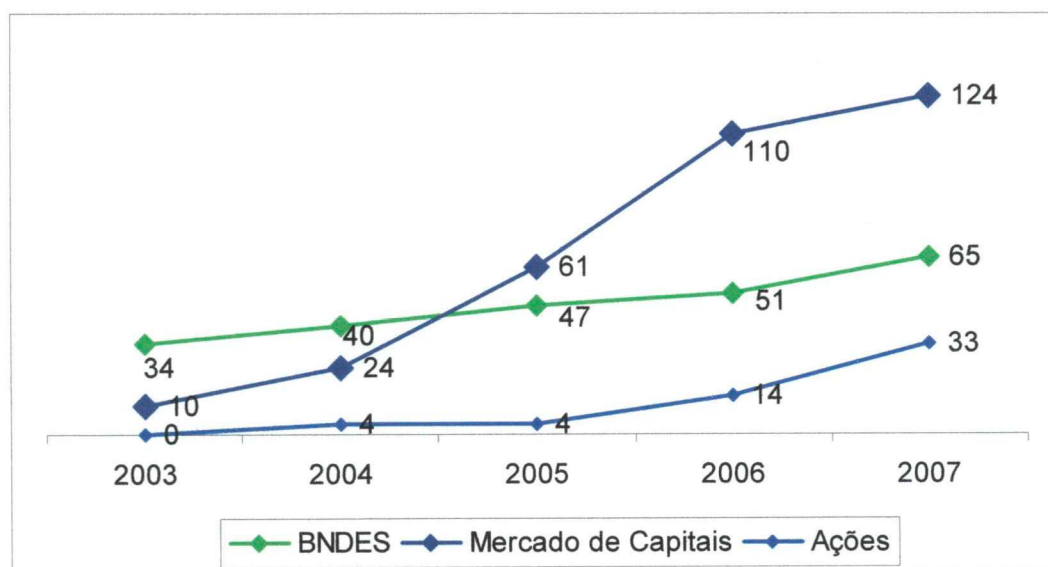


GRÁFICO 9– Capitalização Primária x Recursos BNDES – R\$ Bilhões

FONTE: BNDES (Recursos BNDES), BOVESPA (Mercado de Capitais). Elaboração Própria (2008).

No ano de 2003, o BNDES respondeu por R\$ 34 bilhões do total captado, o que representou cerca de 80%. A partir de 2005, o Banco passa a perder espaço para o mercado de capitais, contribuindo R\$ 14 bilhões a menos. Em 2007, esta

diferença já atinge R\$ 59 bilhões, isto é, o mercado de capitais passou a representar 66% do total captado.

Em 2003 o mercado de ações possuía participação inexpressiva em relação a capitalização do mercado de capitais. Após 2004, essa participação inicia um processo de crescimento acelerado, chegando a R\$ 33 bilhões em 2007. Assim, o mercado de ações, se comparado a 2004, aumentou sua participação como fonte de financiamento de investimentos a longo prazo em 725%, sendo responsável por 17,5% do total captado³⁴.

Concluindo este capítulo, pode-se afirmar que no período de 1994-2002, apesar da conjuntura conturbada, registraram-se mudanças econômicas e institucionais importantes para o desenvolvimento do mercado de ações. Destacam-se a estabilização de preços, a reforma da Lei das Sociedades Anônimas e a criação do Novo Mercado como as principais conquistas do período. Esses fatos somados ao cenário internacional favorável e à recuperação dos fundamentos macroeconômicos, consolidados a partir de 2003, proporcionaram a melhora do mercado secundário de ações, evidenciado pelo aumento do volume de negociação na Bovespa, aumento dos índices de capitalização das empresas, redução da concentração do mercado e melhora da qualidade dos investidores. Também registrou-se um aquecimento do mercado primário através da ampliação do número de empresas listadas da bolsa de valores. Este é o fator fundamental para indicar que, corroborando com a abordagem teórica desenvolvida no capítulo 2, o mercado de ações começa a desempenhar o papel que dele se espera como um importante canal financiador do crescimento econômico de longo prazo, como ilustraram os dados empíricos ora abordados.

³⁴ Esta é uma afirmação sujeita a certas qualificações. Uma delas, e talvez a principal, reside no fato de que, ao contrário dos empréstimos concedidos pelo BNDES, que são rigorosamente canalizados para projetos de investimento em capital fixo e de giro, parte dos recursos captados através de IPO's foram destinados para financiamento, liquidação de dívidas, formação de colchão de liquidez através de aplicação em títulos federais, etc.

5 CONCLUSÃO

Esta pesquisa buscou analisar o funcionamento e desenvolvimento recente do mercado de ações e sua contribuição para o crescimento de médio e longo prazo em um ambiente de estabilidade econômica. Esse mercado, conforme salientado no referencial teórico, tem como papel principal contribuir para a alocação eficiente da poupança, visando proporcionar o crescimento econômico sustentado. Conforme analisado nesse trabalho, o funcionamento eficiente deste mercado depende fortemente de fatores micro e macroeconômicos e institucionais.

Observou-se como principal aspecto microeconômico o dilema da empresa quando decide realizar investimentos produtivos. Esta se defronta com fatores subjetivos e objetivos para escolher qual é a melhor opção de captação de recursos. Outro fator importante se refere à tomada de decisão das famílias quanto à alocação de suas poupanças. A sua opção vai depender das expectativas de retorno, dos seus objetivos de consumo e do seu perfil investidor.

Em relação aos aspectos institucionais, verificou-se a necessidade de garantir a todos os acionistas, principalmente os minoritários, ferramentas que permitam que seus direitos e lucros sejam preservados. Nesse sentido, o mercado de ações foi beneficiado principalmente pela reforma da Lei das Sociedades Anônimas e a criação do Novo Mercado. Tais inovações criaram mecanismos que aumentaram a proteção aos acionistas minoritários e aos não-proprietários. Os resultados mais visíveis destas modificações institucionais são observados a partir de 2004, pelo aumento da participação de investidores institucionais e estrangeiros nos negócios, demonstrando uma maior maturidade do mercado.

Com relação aos aspectos macroeconômicos, notou-se que as variáveis taxa de juros, inflação e risco-país, afetam o mercado de ações de forma inversamente proporcional. Isto é, quanto maior a magnitude dessas variáveis menor é a capacidade de desenvolvimento do mercado. Por seu turno, as variáveis PIB e conjuntura internacional se relacionam procíclicamente com o desenvolvimento do mercado de ações. Isto sugere que o desenvolvimento do mercado se move no mesmo sentido destas variáveis.

Notou-se que, com as medidas utilizadas para atingir o controle da inflação, a economia passou por um choque de reestruturação e mudanças. Em face do aumento da abertura da economia brasileira ocorreu a melhoria dos processos de produção e da qualidade de bens e serviços, bem como importantes modificações no sistema financeiro. O Programa Real de Estabilização propiciou as bases necessárias para que ocorresse a estabilidade da economia brasileira, verificada entre 2003 e 2007. Isso se refletiu na redução da taxa de juros, da inflação, do risco-país e da elevação do PIB. Tais fatos, aliados as modificações institucionais, fizeram com que o Brasil recuperasse a credibilidade frente aos investidores e empresas, os quais foram despertados pelas expectativas favoráveis quanto ao potencial de lucros advindos do mercado acionário. O resultado foi a recuperação do mercado secundário, com aumento do volume de negociação na Bovespa e aumento da capitalização das empresas, visto que a evolução do mercado secundário propiciou a expansão do mercado primário. No período, 105 empresas optaram por abrir o capital através do mercado de ações. A maioria dessas empresas assumiu boas práticas de governança, as quais permitiram que fossem listadas no segmento Novo Mercado e Nível I de governança corporativa.

Neste ambiente, notou-se que a participação do mercado acionário no total captado de recursos foi crescente entre 2003 e 2007, chegando a 725%. A relação capitalização bursátil/PIB deste mercado também foi elevada, chegando a 96%.

Finalizando, esta pesquisa permite concluir que o desenvolvimento recente do mercado de ações deveu-se à conquista da estabilidade econômica e ao aumento da proteção dos acionistas minoritários e não-proprietários. Esses fatores foram determinantes para influenciar positivamente as decisões dos agentes, incentivando-os a participarem em escala crescente do mercado de ações. Isso sugere que o Brasil parece ter entrado numa nova fase do capitalismo. No entanto, é necessário realizar estudos mais aprofundados que permitam afirmar se o mercado de ações tem condições de sustentar uma fatia relevante do financiamento do crescimento econômico no País.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDRADE, A.; ROSSETTI J. P. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. São Paulo: Atlas, 2007.

ARAÚJO, C. R.V.; **História do Pensamento Econômico: Uma Abordagem Introdutória**. São Paulo, Atlas, 1994.

ANDREZZO, A. F.; LIMA, I. S. **Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais**. São Paulo: Thompson Learning, 2002.

ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro**. São Paulo: Atlas, 2003.

BARROS, J. R. M.; *et al.*, **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/>> Acessado em: 05/04/2008.

BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo < <http://www.bovespa.com.br/>>. Último acesso em: 19/10/2008

BORGES, L.F.X.; SERRÃO, C.F.B. **Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil**. In: revista do BNDES, Rio de Janeiro, v.12, n.24, p.111-1478, 2005

CARVALHO, F.J.C. *et al.* **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

CASTRO, L. B. *et al.* **Economia Brasileira Contemporânea**. Rio de Janeiro: Campos, 2004

CBLC – Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia < <http://www.cblic.com.br/>> Último acesso em: 01/05/2008

CASAGRANDE NETO, H. **Abertura de Capital de empresas no Brasil: um enfoque prático**. São Paulo: Atlas, 1984.

CAVALCANTE, F. *et al.* **Mercado de Capitais: o que é, como funciona**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

COSTA, F.N. **Economia Monetária: Uma Abordagem Pluralista**. São Paulo, Makron Books, 1999.

CHICK, V. **Macroeconomia Após Keynes: Um Reexame da Teoria Geral**. Rio de Janeiro: Florence Universitária, 1993.

CVM - Comissão de Valores Monetários < <http://www.cvm.gov.br> > Último acesso em: 19/10/2008

DEMETRIO, J. **Planejamento Financeiro de Captação de recursos**. Monografia apresentada a Universidade Federal do Paraná- UFPR para conclusão do curso MBA em Finanças Corporativas. Curitiba, 2004.

GIMENES, M. **Abertura de empresas Brasileira: o caso da Sadia**. Monografia apresentada a Universidade Federal do Paraná- UFPR para conclusão do curso de Ciências Econômicas. Curitiba, 2006.

GONZALEZ, L. **Resenha: Mercado de Capitais e Crescimento Econômico- lições internacionais, desafios brasileiros**. *In: Revista de Economia Política*, vol. 26, nº 2 (102), pp. 317-319, 2006.

BGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. < <http://www.ibgc.org.br> >. Acessado em: 01/08/2008

IPEA- Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada < <http://www.ipeadata.gov.br> > Último acesso em: 18/10/2008

KEYNES, J. M.; **Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo, Abril Cultural, 1983.

LOBO, B. **Teoria do fundos emprestáveis x circuito financiamento- investimento-poupança-funding: uma avaliação empírica para o Brasil**. In: I encontro de economia Baiana , Salvador: 2005.

MATTIAS [sic]. **O Mercado de Capitais do Brasil no Período de 1994 A 2003: Sua Importância Para o Desenvolvimento do País**. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br> >. Acessado em: 01/05/2008.

MEDEIROS, O. R.; RAMOS, F. C. **Evidências Empíricas Sobre o Comportamento do Mercado de Ações no Brasil**. Disponível em: <http://www.convibra.com.br/>. Acessado em: 19/10/2008.

PAULA, J. B. **Desenvolvimento financeiro e baixa eficiência no processo de acumulação de capital: um estudo sobre os bancos privados no Brasil na perspectiva pós-Keynesiana** Tese apresentada à Universidade Federal do Paraná- UFPR, para obtenção do grau de doutor em desenvolvimento econômico. Curitiba, 2007.

SILVEIRA, A. D. M., **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e Relação Com o Desempenho das Empresas no Brasil**. Dissertação para obtenção do grau de doutor em administração pela Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade da Universidade de São Paulo – USP. São Paulo, 2004.

STUDART,R., **O Sistema Financeiro e o Financiamento do Crescimento: Uma Alternativa Pós-keynesiana à Visão Convencional**. In: Lima, G., et al (org), **Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

SZMRECSÁNYI, T.; FERNANDES F., **Keynes**. São Paulo: Ática, 1984.