

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

THIAGO WOLF PEREIRA

**MERCADO DE CAPITAIS E CRESCIMENTO ECONÔMICO: UM
PANORAMA DO MERCADO BRASILEIRO**

Porto Alegre

2012

THIAGO WOLF PEREIRA

**MERCADO DE CAPITAIS E CRESCIMENTO ECONÔMICO: UM
PANORAMA DO MERCADO BRASILEIRO**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do título Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Antônio Ernani Martins
Lima

Porto Alegre

2012

THIAGO WOLF PEREIRA

**MERCADO DE CAPITAIS E CRESCIMENTO ECONÔMICO: UM
PANORAMA DO MERCADO BRASILEIRO**

Trabalho de conclusão submetido ao
Curso de Graduação em Economia, da
Faculdade de Ciências Econômicas da
UFRGS, como quesito parcial para
obtenção do título de Bacharel em
Ciências Econômicas.

Aprovado em: Porto Alegre, ____ de _____ de 2012.

Prof. Dr. Antonio Ernani Martins Lima – orientador
UFRGS

Prof. Me. Ário Zimmermann
UFRGS

Prof. Dr. Júlio Cesar de Oliveira
UFRGS

The law of living: fluctuation. For every thought a counter-thought, for every urge a counterurge. No wonder you either go crazy and die or decide to disappear. Too many urges, and that's not even a tenth of the story.

Philip Roth

Aos meus amigos e à minha família

RESUMO

O debate sobre o papel desempenhado por um mercado de capitais eficiente no crescimento econômico de um país tem ganhado espaço ao longo dos anos. Este trabalho tem por objetivo mostrar a importância do mercado de capitais no financiamento do investimento produtivo e, conseqüentemente, no crescimento econômico dos países. O foco do trabalho será apresentar um comparativo entre o mercado brasileiro e os mercados desenvolvidos, através da análise de indicadores sobre o tamanho e a liquidez dos mercados. Também será apresentado um breve histórico do mercado nacional, bem como sua evolução recente e a importância da governança corporativa para o seu desenvolvimento.

SUMÁRIO

| | |
|--|----|
| Introdução | 8 |
| 1. Mercado de Capitais e Crescimento Econômico..... | 11 |
| 1.1 Crescimento e Desenvolvimento Econômico..... | 11 |
| 1.2 A Visão Schumpeteriana Sobre Crescimento e Desenvolvimento Econômico | 12 |
| 1.3 Funcionamento do Mercado de Capitais | 15 |
| 1.4 Estudos na literatura nacional | 18 |
| 1.5 Estudos na literatura estrangeira | 22 |
| 2. Mercados de Capitais Desenvolvidos | 28 |
| 2.1 Tamanho do Mercado..... | 29 |
| 2.2 Liquidez do mercado..... | 31 |
| 3. Mercado de Capitais no Brasil | 36 |
| 3.1 Breve Histórico do Mercado de Capitais Brasileiro..... | 36 |
| 3.2 Evolução Recente do Mercado Nacional | 39 |
| 3.3 Governança Corporativa | 44 |
| Considerações Finais..... | 48 |
| REFERÊNCIAS | 50 |
| APÊNDICE | 53 |

Introdução

A discussão sobre a importância do papel desempenhado por um mercado de capitais eficiente no crescimento econômico de um país tem ganhado espaço no debate econômico ao longo dos anos. No Brasil, essa discussão ficou mais evidente nos últimos anos em função do crescimento que a economia nacional registrou na última década, resultado da estabilização econômica construída a partir da implementação do Plano Real.

Apesar do forte papel que o governo brasileiro ainda possui no financiamento do investimento produtivo no país, principalmente através do BNDES, o bom momento pelo qual a economia nacional atravessa, com redução da taxa de juro e controle da inflação, fez com que o setor privado procurasse por alternativas de financiamento. Dessa forma, o mercado de capitais no Brasil passou a ter uma maior relevância no país ao se apresentar como alternativa competitiva para as empresas que buscam financiar seus projetos. Em função desse cenário, em 2002 a Bovespa elaborou o Plano Diretor do Mercado de Capitais, no âmbito do movimento “Ação Cívica pelo Desenvolvimento do Mercado de Capitais”, para propor diversas medidas com o objetivo de estimular a utilização do mercado como instrumento para o crescimento sustentável do país.

Na literatura sobre o tema é possível encontrar visões distintas sobre o tema. Enquanto alguns autores apontam que o efeito positivo de um mercado de capitais na economia de um país geralmente é superestimado pelos economistas, outros autores argumentam que o um mercado de capitais eficiente desempenha um papel positivo no crescimento de um país e que é necessário criar políticas para estimular o seu desenvolvimento, elevando a liquidez no mercado. Essa visão defende que um mercado com alta liquidez diminui os riscos dos investimentos, tornando-os mais atrativos. Isso ocorre em virtude da maior possibilidade que os investidores tem de adquirir e vender ativos de maneira mais rápida, o que cria um maior estímulo ao investimento de longo prazo.

Dessa forma, este trabalho irá analisar o efeito positivo que o mercado de capitais provoca na economia de um país através da sua função primordial de direcionar

recursos para o investimento produtivo, apresentando uma análise comparativa do mercado de capitais brasileiro com mercados desenvolvidos.

Portanto, a hipótese principal que será utilizada é de que um mercado de capitais eficiente tem um efeito positivo sobre a economia de um país, estimulando o crescimento econômico ao desempenhar seu papel de prover mais liquidez, diversificar riscos e mobilizar a poupança.

O foco deste trabalho será o mercado de capitais, porém, como será exposto na revisão da literatura, o sistema financeiro como um todo tem um papel importante no crescimento econômico. De acordo com a definição de Pinheiro (2009), o sistema financeiro de um país é o conjunto de instituições, instrumento e mercados que atuam com o objetivo de destinar a poupança dos agentes superavitários para a necessidade de investimento dos agentes deficitários. Assim, é importante destacar que o mercado de capitais faz parte do sistema financeiro, de forma que ambos são relevantes para canalizar os recursos da poupança para o investimento produtivo.

O crescimento das economias emergentes verificado na última década, bem como o aumento da influência que essas economias possuem no cenário político e econômico mundial, tornou fundamental a realização de estudos sobre o papel de um mercado de capitais eficiente no crescimento e desenvolvimento econômico de um país, visto que é natural que essas economias busquem formas mais eficientes para financiar o seu crescimento. Assim, o estudo nessa área é necessário para apontar possíveis ineficiências nos mercados de economias em desenvolvimento e expor alternativas que busquem corrigir essas ineficiências.

No caso brasileiro, o tema vem se tornando cada vez mais relevante na medida em que a economia do país se desenvolve. O crescimento econômico do país observado na última década fez com que as empresas procurassem formas mais competitivas para sua capitalização. Com isso, houve um forte crescimento do mercado de capitais nacional no período, que passou a desempenhar um maior papel no financiamento do investimento produtivo no país.

Esse movimento fez com que aumentasse a importância da realização de estudos sobre o assunto, de forma que se possa tornar mais claro qual a função de um mercado de capitais na economia de um país e que medidas podem ser adotadas para melhorar o

funcionamento desse mercado em economias emergentes. A comparação com os mercados de economias maduras também se torna interessante, visto que através dessa análise é possível verificar que pontos são necessários melhorar para tornar o mercado mais eficiente.

A metodologia utilizada para o desenvolvimento deste estudo será a seguinte: inicialmente será apresentada uma revisão bibliográfica com o objetivo de apontar as diferentes visões dos autores que tratam da questão. Após esta revisão da literatura, será realizada uma apresentação de indicadores sobre o tamanho e a liquidez dos mercados desenvolvimento para realizar uma comparação com o mercado brasileiro. A última parte do trabalho irá apresentar um breve histórico do mercado nacional e, após essa apresentação, será destacada a sua evolução recente. Finalmente, o trabalho irá expor o crescimento da importância da governança corporativa para o desenvolvimento do mercado.

1. Mercado de Capitais e Crescimento Econômico

Neste capítulo será feita uma revisão bibliográfica apontando a leitura de diferentes autores sobre o impacto dos mercados de capitais e do sistema financeiro na evolução econômica de um país. Enquanto alguns autores encontram evidências de uma relação positiva entre essas duas variáveis, outros indicam que essa relação não é tão forte e, muitas vezes, é superestimada pelos economistas. Inicialmente, serão apresentados os conceitos de desenvolvimento econômico e crescimento econômico, tendo em vista que muitas vezes são tratados como sinônimos. Neste momento, será exposta a visão Schumpeteriana sobre crescimento e desenvolvimento, já que Schumpeter pode ser considerado um dos primeiros autores a apontar, de forma elaborada, o papel do sistema financeiro no crescimento econômico. Após essas apresentações iniciais, ainda será feita uma apresentação das características básicas de funcionamento de um mercado de capitais. A partir deste ponto serão expostos diversos trabalhos que buscam evidências da relação entre o desenvolvimento do sistema financeiro e mercado de capitais com o crescimento econômico.

1.1 Crescimento e Desenvolvimento Econômico

Crescimento econômico diz respeito à expansão quantitativa da capacidade produtiva de um país ao longo do tempo, enquanto que o desenvolvimento econômico se refere às variáveis qualitativas de um país. Assim, o conceito de desenvolvimento é mais complexo, não podendo ser analisado apenas pela produção de um país, mas através de uma série de indicadores socioeconômicos de renda, saúde, educação, etc. (ASSAF NETO, 2009).

As economias buscam crescimento e desenvolvimento com o objetivo de melhorar o bem-estar de seus agentes. Para alcançar essa expansão é necessário que as empresas realizem investimentos, aumentando o capital produtivo e elevando a sua produtividade. Dessa forma, o investimento pode ser visto como uma variável que impulsiona o crescimento econômico. Para que as firmas tenham acesso a recursos que permitam a realização desses investimentos, é preciso que a poupança seja destinada

para este fim. Assim, podemos apontar três maneiras para que a poupança seja direcionada para o investimento produtivo: (PINHEIRO, 2009)

- Através do autofinanciamento, em que as empresas utilizam recursos próprios para efetuar investimentos.
- Utilizando recursos governamentais, quando o governo financia atividades utilizando os recursos captados com a arrecadação de tributos ou por mecanismos compulsórios de poupança.
- por meio de financiamentos obtidos no mercado financeiro.

Analisando as três opções acima é possível notar que os financiamentos através de recursos próprios ou por meio de recursos governamentais enfrentam limitações. No caso da segunda opção, em função das diversas demandas por investimento que a economia enfrenta, o governo, geralmente, canaliza seus recursos escassos para financiar determinadas atividades previamente definidas e, por tanto, não consegue satisfazer a necessidade de investimento de todos os segmentos da economia. Com isso, a obtenção de financiamentos no mercado financeiro é a forma mais comum que as empresas encontram para financiar suas atividades.

Dessa forma, a realização da intermediação financeira é essencial para canalizar os recursos dos agentes superavitários, com excesso de poupança, para os agentes deficitários, que necessitam de recursos para a realização de investimentos, viabilizando, com isso, o melhor aproveitamento desses recursos e promovendo o aumento da produtividade da economia (PINHEIRO, 2009).

Portanto, segundo Pinheiro (2009), o mercado de capitais é essencial para o crescimento econômico tendo em vista que propicia mais opções de financiamento para as empresas, diminui o custo desses financiamentos, diversifica e distribui o risco entre os aplicadores e democratiza o acesso ao capital.

1.2 A Visão Schumpeteriana Sobre Crescimento e Desenvolvimento Econômico

Schumpeter é considerado por muitos autores como um dos primeiros economistas a mostrar, de uma forma mais estruturada, como o sistema financeiro de

uma economia pode atuar estimulando o crescimento e desenvolvimento econômico. Em sua *Teoria Sobre o Desenvolvimento Econômico*, Schumpeter mostra que o bom funcionamento dos bancos estimula a inovação tecnológica ao identificar e capitalizar os empresários com as melhores chances de implementar produtos e processos produtivos inovadores na economia.

Ao desenvolver sua teoria, Schumpeter aponta que o processo de produção é uma combinação de forças produtivas que consistem em coisas em parte materiais e em parte imateriais, sendo que entre as materiais estão inclusas os fatores de produção como a terra e o trabalho e, entre as imateriais, estariam os fatores técnicos e de organização social. (ADELMAN, 1972)

Assim, Adelman (1972) mostra que a função de produção de Schumpeter poderia ser montada como $Y = f(K, N, L, S, U)$, onde Y é a produção, K, os meios de produção, N, os recursos naturais, L, a força de trabalho. Já S e U seriam as principais forças que controlam a produtividade dos fatores K, N e L. Dessa forma, S representaria o conhecimento aplicado da sociedade e U, o meio ambiente sócio-cultural no qual a economia está inserida.

Os fatores descritos acima não teriam o mesmo impacto sobre a produção, sendo K, N e L os componentes do crescimento que apresentam variação contínua a uma taxa que se modifica lentamente. Por outro lado, S e U representam os componentes do desenvolvimento econômico, que respondem pelos impulsos e saltos que ocorrem no sistema econômico. Dessa forma, S e U são as variáveis mais importantes na visão de Schumpeter sobre desenvolvimento econômico. (MORICOCCHI e GONÇALVES, 1994)

Na teoria de Schumpeter, os conceitos de empresário, inovação e capital desempenham um papel fundamental na forma como ocorre a variação econômica. Para Schumpeter, empresário é o agente que promove a inovação no processo produtivo, não atuando apenas na busca do lucro. Nesse sentido, Schumpeter afirma: “antes de tudo, há o sonho e a vontade de fundar um reino particular, geralmente, embora não necessariamente, uma dinastia particular. Depois, há o desejo de conquistar, o impulso de lutar para provar a si mesmo que é superior aos outros, ter sucesso não pelos frutos que podem daí advir, mas pelo sucesso em si. Finalmente, há a alegria de criar, de

realizar as coisas, ou simplesmente de exercitar sua energia engenhosidade”. (SCHUMPETER, 1982)

Outro conceito essencial na teoria, o de inovação, expressa a idéia de realizar as coisas de maneira diferente na atividade econômica, podendo ocorrer de diversas formas, como a introdução de um novo bem ou de um novo método de produção, a abertura de um novo mercado, a descoberta de um novo tipo de matéria prima, etc. Por último, o capital não representa o estoque de bens reais de uma economia, mas uma reserva monetária que faz com que o empresário tenha o poder de controle sobre os fatores de produção, de forma que possa direcioná-los para que sejam utilizados em inovação. Segundo Schumpeter, “é aquela soma de meios de pagamentos que está disponível a qualquer momento a ser transferido aos empresários”, ou seja, o capital é obtido nos bancos, através do crédito.

Para descrever o mecanismo de variação econômica, Schumpeter parte de uma economia que se encontra em equilíbrio e em estado estacionário. O sistema econômico no estado estacionário também é chamado de fluxo circular, tendo em vista que consiste em uma repetição de um ciclo. Assim, a produção tem como característica uma atividade rotineira, na qual as empresas produzem sempre os mesmos tipos e quantidades de bens e os fatores são utilizados da mesma maneira. O processo de desenvolvimento começa a partir da ruptura do fluxo circular, que ocorre na produção com a modificação da maneira com que são produzidos os bens. Nesse momento, o empresário reconhece uma oportunidade para a introdução de inovações e, através do sistema bancário, procura por crédito para financiar as inovações. A partir da introdução de inovações, os inovadores iniciais são seguidos por novos inovadores e, com isso, o equilíbrio estacionário é rompido. Esse processo de inovações acaba provocando o surgimento da destruição criativa, que consiste na idéia de que as empresas que não acompanharam o processo de inovação tem seus mercados destruídos ou reduzidos pelo aparecimento dos novos produtos mais competitivos. Dessa forma, ou essas empresas acabam falindo, ou aceitam um menor papel no mercado. Esse movimento faz com a economia entre em uma tendência de recessão, reduzindo a ação inovadora. No entanto, essa recessão não é suficiente para provocar uma forte depressão na economia, de forma que em pouco tempo o ambiente se torna favorável para novas atividades inovadoras, repetindo o ciclo. Assim, o novo ponto de equilíbrio da economia está em uma posição

mais elevada do que a posição inicial, em função do aumento da renda. (MORICOCCHI e GONÇALVES, 1994)

Da mesma forma que a teoria Schumpeteriana de desenvolvimento mostra que é através do crédito que os empresários obtêm o financiamento necessário para a implementação de novas inovações na economia, atualmente é possível verificar como o sistema financeiro e, mais especificamente, o mercado de capitais fornecem às empresas meios para financiar seus projetos, estimulando a atividade econômica.

Assim, o investimento desempenha um papel fundamental para estimular o crescimento e o desenvolvimento econômico. Portanto, analisar o modo como esse investimento é financiado também é de extrema importância para compreender a evolução econômica. Apesar de Schumpeter destacar o papel dos bancos ao prover crédito às empresas, as companhias não precisam buscar crédito para financiar seus investimentos apenas no mercado bancário. O mercado de capitais, através de diversos instrumentos, pode fornecer esses recursos para a realização de investimento produtivo. Por meio da emissão de títulos de dívida, ou mesmo de ações, as empresas encontram no mercado de capitais uma maneira competitiva para financiar sua expansão.

1.3 Funcionamento do Mercado de Capitais

O mercado de capitais é o conjunto de instituições e instrumentos que negociam títulos e valores mobiliários com o objetivo de direcionar os recursos dos agentes superavitários para os agentes deficitários. Assim, o mercado de capitais surge para suprir uma deficiência do mercado de crédito. (PINHEIRO, 2009)

Dessa forma, de acordo com Póvoa (2010), o mercado de capitais tem origem na necessidade das empresas em levantar recursos para financiar projetos ou fazer frente a uma despesa corrente e, por outro lado, da busca por parte de pessoas físicas e jurídicas com poupança disponível por oportunidades de investimento que ofereçam um bom retorno.

Através do mercado de capitais, as empresas encontram duas maneiras básicas para captar os recursos dos quais necessitam para financiar suas atividades: pelo mercado acionário ou pelo mercado de dívida.

Na captação de recursos via mercado acionário, a companhia realiza a abertura do seu capital lançando ações no mercado. Dessa forma, o investidor que comprar a ação emitida se torna sócio da empresa, tendo direito à participação nos resultados da mesma através do recebimento de dividendos e na valorização do preço da ação. (PÓVOA, 2010)

É importante destacar que para abrir seu capital com a intenção de levantar recursos para se financiar, a empresa deve realizar uma emissão primária de ações, na qual a totalidade do volume de recursos obtidos com a oferta de ações irá para o caixa da companhia. No entanto, é comum que muitas empresas ao abrir seu capital, realizem uma oferta secundária de ações. Nesse caso, o recurso captado irá apenas para o acionista vendedor e não para a empresa.

Dessa forma, a abertura de capital de uma empresa através de uma oferta inicial de ações, em inglês é utilizada a sigla IPO (*Initial Public Offering*), pode se dar por meio de uma emissão primária ou secundária de ações. Portanto, apenas a oferta primária de ações irá destinar os recursos captados na operação para a companhia. As empresas que já possuem capital aberto também podem realizar novas ofertas públicas de ações, tanto primárias como secundárias, em uma operação conhecida como *follow-on*.

Apesar da captação de recursos ser o principal objetivo de uma emissão primária de ações, as empresas não realizam a operação no exato momento em que necessitam de financiamento. É possível observar que as companhias, usualmente, esperam por um momento favorável no mercado para efetuar a colocação das ações, de forma que a operação tenha maiores chances de ser bem sucedida. A melhor oportunidade para a oferta pode ocorrer durante um período em que o mercado acionário está apresentando um bom desempenho, com entrada de investidores estrangeiros, que normalmente, são responsáveis por uma boa parte da demanda nas ofertas de ações.

Este movimento pode ser observado no período de 2005 – 2007, no qual a economia brasileira passava por uma boa fase de crescimento, atraindo um grande

volume de investimento estrangeiro. Esse momento positivo da economia real também foi refletido na bolsa brasileira, que registrou um forte desempenho. Com isso, nesse período, houve um grande crescimento na quantidade de IPO's registrados na Bovespa, com as empresas tentando aproveitar a fase favorável e o maior interesse dos investidores estrangeiros nas empresas do país. Por outro lado, em 2008 e 2009 poucas empresas abriram seu capital, em função do estouro da crise financeira internacional e do seu impacto tanto na economia mundial quanto no mercado acionário local.

A colocação das ações ainda pode se dar em uma fase em qua a empresa está registrando bons resultados, o que pode atrair a atenção dos investidores. No entanto, é preciso salientar que para uma empresa abrir seu capital não é necessário que ela esteja passando por um bom momento operacional e financeiro. Empresas que não estão tendo um bom desempenho também buscam captar recursos por meio de ofertas primárias na tentativa de melhorar seu resultado e adequar sua estrutura de capital.

No início do processo de um IPO a empresa realiza uma aproximação de potenciais investidores estrangeiros e institucionais para coletar informações sobre a possível demanda que a oferta terá. Essa fase do processo é conhecida como *pilot fishing* e auxilia na determinação da faixa indicativa de preço da ação. Posteriormente, ocorre o período chamado de *road show* no qual são realizadas apresentações da tese de investimentos na empresa para investidores de grande porte na tentativa de colocar parte da oferta nesses investidores (PÓVOA, 2010).

É importante destacar que durante o *road show* na apresentação da empresa e do seu potencial de crescimento também é apresentado o ambiente econômico no qual ela está inserida, ou seja, os aspectos positivos da economia brasileira. Dessa forma, levando-se em conta que o *road show* é realizado principalmente para investidores estrangeiros, pode-se considerar que ele representa uma promoção da economia nacional, na medida que a empresa procura demonstrar para os potenciais investidores não apenas os pontos fortes da companhia, mas também os pontos positivos da economia como um todo, atraindo capital estrangeiro para investimento produtivo no país.

Outra maneira frequentemente utilizada pelas companhias para a captação de recursos é o mercado de dívida, através da emissão de debêntures. As debêntures são títulos de longo prazo que as empresas de capital aberto emitem para levantar recursos

para custear suas atividades, ou alongar o seu perfil de endividamento. De um modo geral, através da debênture, o tomador promete pagar ao aplicador em uma data previamente determinada o capital investido acrescido de juros. As características do título, como prazo, vencimento, remuneração, amortização, resgate, etc. são determinadas pela assembleia de acionistas da empresa emissora. A emissão das debêntures ainda pode ocorrer de forma privada, quando existem previamente compradores, como investidores institucionais, ou por meio de um oferta pública, quando são ofertadas ao público em geral no mercado primário. Assim, a debênture garante ao comprador uma remuneração previamente determinada em um prazo certo, não dando direito a participação nos bens ou lucros da empresa. Portanto, são equivalente a um empréstimo que o comprador do título faz à empresa emissora. (FORTUNA, 2002)

Além das debêntures simples, como a descrita acima, também existem as debêntures conversíveis, que consistem em uma debênture conversível em ações da empresa. Em geral, a remuneração oferecida por esse título é inferior à debênture simples. No entanto, a debênture conversível possui a opção de compra de ações da empresa a um determinado valor até uma certa data, sendo que o preço pago pelas ações convertidas é, geralmente, menor do que o preço de mercado das ações. Esse preço inferior ao de mercado é definido com o objetivo de incentivar a compra dos títulos. (PÓVOA, 2010)

1.4 Estudos na literatura nacional

Na literatura nacional podemos encontrar diversos autores que defendem a tese de que os mercados financeiros¹ e de capitais exercem uma forte influência no desempenho real da economia. Estes autores mostram que para uma economia se desenvolver e crescer é preciso que seu sistema financeiro também apresente certo nível de maturidade, propiciando, desse modo, fontes diversas e mais competitivas para o financiamento do investimento produtivo. De acordo com Pinheiro (2009), os custos

¹ Segundo Pinheiro (2009), mercados financeiros são os mercados nos quais os recursos financeiros são transferidos de agentes superavitários para agentes deficitários. O mercado financeiro é composto pelo mercado de crédito, mercado cambial, mercado monetário e mercado de capitais.

desses investimentos são de extrema importância e dependem da eficiência na utilização da poupança para esse fim.

Dessa forma, é possível verificar que as economias desenvolvidas apresentam um sistema de intermediação financeira diversificada, operando conforme a necessidade dos agentes produtivos. A busca pelo crescimento e desenvolvimento econômico tornou o sistema financeiro de vital importância, através do seu aporte de liquidez ao mercado e da oferta diversificada de recursos para financiamento. Assim, essa intermediação financeira ocorre por meio da colocação de títulos e valores econômicos no mercado, através de instituições como bancos, caixas econômicas, fundos de pensão, etc. (ASSAF NETO, 2009).

Portanto, o amadurecimento do sistema financeiro de um país tem um impacto positivo no crescimento e desenvolvimento econômico, segundo Assaf Neto (2009):

Esse aperfeiçoamento dos mecanismos da intermediação financeira contribui de forma relevante para o bem-estar econômico de um país, atuando sobre os níveis de poupança, investimento, rendas, taxas de emprego, consumo, entre outros.

O mercado financeiro cumpre sua finalidade quando permite eficiente interação entre poupadores e tomadores de recursos, promovendo investimentos e crescimento da economia. A intermediação financeira nesse mercado deve permitir a aproximação entre os vários agentes econômicos, promovendo transferências de poupanças a um custo mínimo e a um nível reduzido de risco.

Nos países desenvolvidos o ato de poupar é disseminado na população, existindo diversas modalidades de investimentos, instituições e formas de poupança. Com isso, o mercado acionário desenvolveu um forte papel nessas sociedades. Nos EUA, por exemplo, o desempenho desse mercado influencia diretamente a riqueza das pessoas e a disposição que elas possuem em efetuar gastos. (NÓBREGA, LOYOLA, *et al.*, 2000)

Os investidores institucionais desempenham um papel fundamental no mercado de capitais através da gestão de grandes recursos por meio de fundos de pensão, fundos mútuos, seguradoras, etc., auxiliando na melhora da eficiência do mercado. De acordo com Nóbrega et al. (2000), no momento em que uma companhia assume compromissos de longo prazo com investidores, compartilhando seus riscos com uma maior quantidade de acionistas, ela passa a fornecer para o mercado informações detalhadas e confiáveis sobre o seu desempenho. Dessa forma, os investidores podem observar a

evolução dos resultados da empresa identificando falhas e premiando acertos na gestão da companhia. Assim, com o crescimento do mercado de capitais, a importância dos investidores institucionais na execução do trabalho de buscar as empresas com uma administração competente e eficiente, com foco na geração de riqueza para os acionistas, passa ser primordial tendo em vista que estes investidores possuem equipes técnicas capazes de obter e analisar informações com o objetivo de direcionar o capital para as melhores aplicações disponíveis no mercado.

Nesse mesmo sentido, Nóbrega et al. (2000) defende que quanto maior o número de empresas de capital aberto em uma economia, maior será a quantidade de empresas tentando alcançar a maior eficiência possível para o seu capital. Por outro lado, as empresas ineficientes serão punidas perdendo investidores e capital. Esse movimento gera uma maior eficiência microeconômica em toda a economia e não apenas nas empresas de capital aberto, tendo em vista que mesmo as companhias de capital fechado enfrentarão a necessidade de buscar uma maior eficiência em função da concorrência das outras empresas.

Outro estudo feito com o objetivo de analisar os efeitos do sistema financeiro na economia brasileira foi realizado por Matos (2002). O autor buscou investigar a existência da relação de causalidade entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico no Brasil, através da análise de diversos dados anuais sobre o sistema financeiro nacional do período de 1947 – 2000, chegando à conclusão de que existem evidências de relação causal positiva entre as duas variáveis, sustentando a hipótese de que desenvolvimento financeiro tem efeito positivo no crescimento da economia brasileira e também mostrando evidências de que o desenvolvimento financeiro coloca-se ainda como fator necessário para o crescimento econômico.

Nesse mesmo sentido, Carvalho (2002) mostra alguns mecanismos pelos quais o sistema financeiro pode melhorar a eficiência da economia. No entanto, os benefícios que o sistema financeiro provoca na economia dependem de alguns fatores como a mobilização de recursos e a compatibilização da oferta de recursos que são caracterizados por exigências de padrões de risco, retorno e liquidez com a demanda por recursos com essas características. Para demonstrar a relação entre o segmento financeiro e a economia real, Carvalho (2002) ainda expõe uma amostra de 48 países divididos por grupos de renda *per capita*. A partir disso, o autor demonstra que os

bancos comerciais e instituições financeiras tem maior relevância em países com renda *per capita* mais elevada, de modo que a atuação do banco central nesses países como alocar de recursos é reduzida.

No Brasil, existe a necessidade de um nível de investimento mais elevado com o objetivo de atingir a manutenção de um bom patamar de crescimento para a economia no longo prazo. Tendo em vista as limitações existentes no setor público para a realização de investimentos, principalmente em segmentos essenciais para a economia como logística e energia elétrica, o crescimento sustentável da economia brasileira depende do aumento dos investimentos privados. No entanto, muitas empresas brasileiras não possuem acesso às linhas de financiamento adequadas e se deparam com um custo de capital muitas vezes superior à taxa de retorno dos investimentos. Dessa forma, é necessário estimular a participação do mercado de capitais no financiamento do setor produtivo nacional, para que as empresas possam ter acesso a financiamentos em condições e custos competitivos. (ROCCA, 2000)

Nos últimos anos, o governo brasileiro vem fazendo esforços para elevar a baixa taxa de investimento do país, tanto por parte do setor privado quanto do público. No entanto, as tentativas não tem se mostrado bem sucedidas até o momento. O investimento público ainda representa uma pequena fatia do investimento total da economia e uma parte grande dos dispêndios públicos em investimento produtivo ainda está concentrada nos gastos apenas da Petrobras.

Por outro lado, o alto custo de capital no país reduz o apetite do setor privado para a realização de novos investimentos. Nesse sentido, o governo tem trabalhado para criar um melhor ambiente para que os empresários possam elevar seus investimentos. Como exemplo, pode ser citada a recente tentativa de redução da alta taxa de juros no país, o incentivo fiscal na realização de determinados investimentos e outras medidas pontuais. Porém, a taxa de investimento no Brasil ainda é baixa em relação aos demais países emergentes. Como atualmente o governo persegue uma taxa de crescimento de 4,5% a.a. para o PIB do país, os economistas argumentam que só será possível alcançar este objetivo de forma equilibrada aumentando, de maneira substancial, a taxa de investimento. Desse modo, a promoção de alternativas de financiamento para as empresas, como o mercado de capitais, se torna fundamental.

Carvalho (2000) ainda argumenta que um mercado de capitais maduro impacta o crescimento econômico por meio da geração de liquidez. Isso ocorre na medida em que diversos investimentos produtivos demandam a aplicação de altos volumes de recursos por um prazo longo. Contudo, muitas vezes os investidores não estão dispostos a assumir um compromisso por um prazo tão longo. Logo, ao criar liquidez para que os investidores tenham condições de se desfazer do investimento quando sentirem necessidade, os mercados de capitais reduzem o risco e tornam esses investimentos mais atrativos. Assim, a liquidez faz com que a alocação de recursos na economia seja mais eficiente ao atuar de forma a destinar recursos de projetos com baixos retornos e curta maturação para projetos com altos retornos e longa maturação.

1.5 Estudos na literatura estrangeira

Na literatura estrangeira existe uma extensa bibliografia que busca analisar o impacto que os mercados de capitais e o desenvolvimento financeiro provocam no crescimento econômico de um país. Desde a década de sessenta temos trabalhos que encontraram evidências de que o desenvolvimento financeiro possui correlação com o crescimento, como os trabalhos de Goldsmith (1969), McKinnon (1973) e Shaw (1973). Os estudos realizados neste sentido não procuram verificar essa relação apenas nos períodos mais recentes da economia, mas também com acontecimentos econômicos históricos, como a revolução industrial.

Hicks (1969) discute a influência que o desenvolvimento do mercado de capitais teve na origem da revolução industrial na Inglaterra. Segundo Hicks, os produtos manufaturados que surgiram no início da revolução industrial já haviam sido inventados muito tempo antes, no entanto, essas inovações tecnológicas inicialmente não sustentaram o crescimento econômico por demandarem uma grande quantia de investimento para o seu desenvolvimento em maior escala. Dessa forma, só com o crescimento do mercado de capitais na Inglaterra, gerando liquidez no mercado, é que foi possível financiar o desenvolvimento das novas tecnologias, que impulsionaram o crescimento econômico.

Em seu trabalho, Goldsmith (1969) desenvolve um modelo que mostra que a estrutura financeira de uma economia acelera o crescimento econômico na medida em que este direciona recursos para o seu melhor uso. Utilizando o modelo de Goldsmith, Greenwood e Jovanovic (1990) afirmam que nos estágios iniciais de desenvolvimento de uma economia o mercado financeiro é praticamente inexistente e cresce lentamente. Conforme a economia atinge níveis intermediários de crescimento, a sua estrutura financeira começa a tomar forma. Nesse momento, as taxas de crescimento e de poupança da economia aumentam, assim como a desigualdade na distribuição de renda entre os ricos e pobres. Ao atingir a maturidade, a economia desenvolve uma estrutura financeira completa e, nesse momento, a distribuição de renda se estabiliza reduzindo a desigualdade. Dessa forma, os autores aplicam o modelo de Goldsmith partindo da hipótese de Kuznets (1955) sobre a relação entre crescimento econômico e distribuição de renda.

Em seu trabalho, Kuznets supõe uma economia com três períodos de desenvolvimento: inicial, intermediário e maduro. Esses períodos seriam correspondentes às fases da vida de infância, juventude e maturidade. Dessa forma, o autor propõe que durante a fase inicial do desenvolvimento econômico a desigualdade cresce, se estabiliza na fase intermediária e, finalmente, recua quando atinge a maturidade.

Assim, Greenwood e Jovanovic (1990) concluem que crescimento e a estrutura financeira estão ligados, de modo que o crescimento fornece o incentivo para o desenvolvimento da estrutura financeira, enquanto que essa estrutura permite maiores taxas de crescimento ao tornar o investimento mais eficiente.

Um mercado financeiro desenvolvido também eleva o crescimento econômico ao reduzir as taxas pagas pelos poupadores aos intermediários financeiros. Ao transformar poupança em investimento, os intermediários financeiros absorvem parte dos recursos poupados, de forma que uma unidade monetária poupada se torna menos do que uma unidade monetária investida. Essa parcela que não se transforma em investimento é destinada para o pagamento de taxas e comissões para os intermediários financeiros. Dessa forma, a absorção desses recursos pelo setor financeiro pode não refletir apenas o pagamento pelos serviços prestados, mas também certo nível de ineficiência do setor, assim como seu poder de mercado. Portanto, o desenvolvimento

financeiro também atua de forma a tornar o setor mais eficiente, reduzindo essa perda de recursos e, dessa forma, aumentando a taxa de crescimento. (PAGANO, 1993)

Pagano (1993) ainda faz uma breve análise de possíveis variáveis que podem determinar o desenvolvimento financeiro, argumentando que entender o que afeta o mercado financeiro é tão importante quando estudar o seu efeito no crescimento econômico. O autor aponta as políticas governamentais como um dos fatores que podem impactar o desenvolvimento financeiro ao tornar o acesso dos consumidores ao mercado financeiro mais restritivo, como por exemplo, criando barreiras no mercado de crédito de forma a gerar incentivos para que as famílias aumentem o nível de poupança.

Assim como Carvalho (2000), Atje e Jonanovic (1993) encontraram evidências de que um sistema financeiro desenvolvido, principalmente o mercado acionário, provoca um efeito positivo no crescimento econômico. De acordo com os autores, um sistema financeiro desenvolvido eleva a taxa de retorno dos investimentos por dois motivos. Primeiro, ao prover liquidez, o sistema financeiro protege o investidor ao reduzir o risco específico de cada investimento e, como os investimentos mais produtivos tendem a ser mais arriscados, induz o investidor a buscar investimentos com uma maior taxa de retorno. Em segundo, um sistema financeiro desenvolvido gera mais informações sobre os projetos de investimentos, o que auxilia os investidores na tomada de decisão para a melhor alocação da sua carteira de investimentos. Desse modo, esses dois efeitos acabam aumentando a taxa de retorno dos investimentos da economia como um todo.

Analisando dados de 40 países, Atje e Jonanovic (1993) ainda encontraram uma relação entre o volume anual de negócios no mercado acionário sobre o PIB e a taxa de crescimento. De acordo com eles, uma elevação de um ponto percentual na primeira variável, provocaria um aumento de 0,08 ponto percentual na taxa de crescimento. Assim, os autores verificaram um efeito positivo do mercado acionário no crescimento econômico e sugerem que os países busquem desenvolver seus mercados o mais rápido possível para tentar acelerar o crescimento econômico.

Após fazer uma extensa apresentação da discussão sobre as diferentes visões e novas propostas para pesquisas relacionadas ao tema de desenvolvimento financeiro e crescimento econômico, Levine (1997) conclui que não será possível ter um profundo entendimento sobre crescimento econômico no longo prazo sem antes estudar e

entender o funcionamento dos sistemas financeiros, argumentando que é preciso buscar um maior conhecimento sobre como se desenvolvem as estruturas financeiras para se ter uma maior compreensão em relação às variáveis que influenciam o crescimento econômico.

Em um trabalho realizado com o objetivo de verificar se existem evidências consistentes com a visão de Schumpeter de que o sistema financeiro pode estimular o crescimento econômico, Levine e King (1993) apresentaram uma análise *cross-country* utilizando dados de 80 países no período de 1960 – 1989, concluindo que diversas medidas do nível de desenvolvimento financeiro apresentam forte relação com a taxa de crescimento econômico. As medidas do nível de desenvolvimento financeiro utilizadas pelos autores foram: o tamanho do setor financeiro em relação ao PIB, o volume de crédito em relação ao PIB, o volume de crédito concedido pelo setor privado em relação ao volume de crédito concedido pelo governo, o montante de crédito concedido ao setor privado da economia em relação ao total de crédito na economia e, por último, o crédito total concedido para o setor privado em relação ao PIB.

Após essa análise, os autores chegam à conclusão de que níveis mais altos de desenvolvimento econômico estão positivamente relacionados com maiores taxas de crescimento do PIB *per capita*, com a taxa de acumulação de capital físico e com a melhora da eficiência na alocação de capital. O trabalho ainda indica que esses componentes do desenvolvimento financeiro se apresentam como um bom instrumento de previsão do crescimento econômico de longo prazo. A partir dessas conclusões, os autores também indicam que o desenvolvimento financeiro não somente acompanha o crescimento econômico, mas também atua de forma a influenciá-lo.

Apesar do resultado positivo, Levine e King (1993) destacam que esta ligação encontrada entre o desenvolvimento financeiro e crescimento não retrata exatamente o mecanismo elaborado por Schumpeter, tendo em vista que a visão Schumpeteriana parte da idéia de destruição criativa. No entanto, eles utilizam a idéia geral de Schumpeter de que a intermediação financeira torna possível a inovação tecnológica e o desenvolvimento econômico.

Ainda que muitos autores tenham realizados estudos mostrando evidências da associação entre crescimento econômico e desenvolvimento financeiro, essa hipótese

não é inteiramente aceita. Também é possível encontrar diversos estudos que buscam apontar que esta relação é, muitas vezes, superestimada ou mesmo inexistente.

Darrat (1999) mostra as diferentes visões sobre o tema. Primeiramente temos a hipótese previamente expressa neste capítulo de que um sistema financeiro maduro estimula o crescimento econômico. Como já foi visto, essa visão possui várias evidências empíricas que sustentam a relação positiva entre as duas variáveis. Porém, alguns autores rejeitam essa hipótese, argumentando que o desenvolvimento financeiro é apenas um resultado do crescimento do lado real da economia. Essa visão defende que a expansão do setor real da economia através de uma nova tecnologia, por exemplo, gera uma maior demanda por serviços financeiros, fazendo com que o segmento financeiro da economia cresça, de forma que possa atender essa nova demanda.

Outras duas hipóteses são encontradas na literatura. Por um lado, temos economistas que não vêem uma relação entre mercados financeiros e crescimento. Lucas (1988) defende que economistas, geralmente, superestimam a importância desses mercados no crescimento e afirma que, na melhor das hipóteses, o lado financeiro desempenha um papel secundário no processo de crescimento econômico. A última visão ainda propõe uma combinação entre as duas primeiras hipóteses. Ou seja, o desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico estariam mutuamente relacionados.

Darrat (1999) então investiga o papel que o desenvolvimento financeiro tem no crescimento econômico de três países: Arábia Saudita, Turquia e Emirados Árabes. O autor encontra evidências que dão suporte à hipótese de que o desenvolvimento financeiro promove crescimento econômico. No entanto, o trabalho indica que é necessário olhar com cuidado para as características de cada país para que se possa chegar a uma melhor conclusão, destacando que o impacto do desenvolvimento econômico encontrado no crescimento da economia real foi diferente em cada país.

Embora existam outras interpretações quanto ao impacto que o mercado de capitais tem no crescimento econômico, um grande número de autores, tanto na literatura nacional como na literatura estrangeira, defendem a visão de que o sistema financeiro e seu desenvolvimento estimulam o crescimento econômico. Como este capítulo expôs, estes autores realizaram diversos estudos apresentando evidências empíricas que sustentam essa hipótese. Dessa forma, para o desenvolvimento do

restante deste trabalho será utilizada a primeira hipótese apresentada, de que o sistema financeiro e seu desenvolvimento estimulam o crescimento econômico.

2. Mercados de Capitais Desenvolvidos

No capítulo anterior foi discutido o papel do mercado de capitais no crescimento e desenvolvimento econômico, concluindo-se que o mercado de capitais impulsiona o crescimento de diversas formas como, por exemplo, através da criação de liquidez, do melhor direcionamento da poupança para investimentos e da melhora na eficiência microeconômica. Neste capítulo serão analisados dados de mercados desenvolvidos, destacando algumas características destes mercados para que seja possível realizar uma comparação com o caso brasileiro.

Como não existe na literatura uma definição clara das características que separam os mercados de capitais em desenvolvimento dos mercados desenvolvidos, serão utilizadas informações dos países de alta renda membros da OCDE² (*Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico*) como mercados desenvolvidos. Serão apresentados dados sobre o tamanho dos mercados e a liquidez dos mesmos, tendo em vista que essas duas variáveis tem um forte impacto no crescimento econômico, como foi visto no capítulo anterior. Para descrever o tamanho do mercado os indicadores usados são a capitalização de mercado em relação ao PIB do país e o número de companhia listadas em bolsa. Já para analisar a liquidez, os dados examinados são a taxa de *turnover* e o volume de ações negociadas em relação ao PIB.

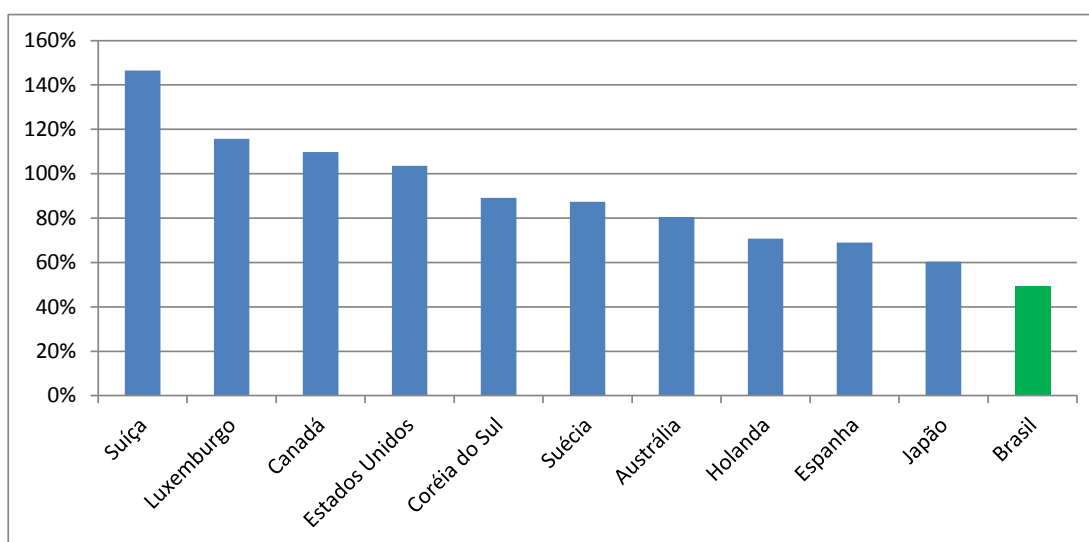
Com o objetivo de facilitar a análise comparativa com o mercado brasileiro, serão apresentados gráficos apenas com os dez países de alta renda da OCDE que mostraram o melhor desempenho no indicador analisado. Dessa forma, a comparação do caso brasileiro será feita sempre em relação aos mercados que apresentam os melhores indicadores. No fim deste trabalho estão anexadas tabelas com os dados de todos os países já citados.

² De acordo com o Banco Mundial, os países de alta renda membros da OCDE são: Alemanha, Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Coréia do Sul, Dinamarca, Eslováquia, Eslovênia, Espanha, Estados Unidos, Estônia, Finlândia, França, Grécia, Holanda, Hungria, Irlanda, Islândia, Israel, Itália, Japão, Luxemburgo, Noruega, Nova Zelândia, Polônia, Portugal, Reino Unido, República, Tcheca, Suécia, Suíça.

2.1 Tamanho do Mercado

Neste ponto serão analisadas duas variáveis que indicam o tamanho do mercado de ações de um país, a capitalização de mercado em relação ao PIB e o número de companhias listadas em bolsa. Os dados apresentados mostram o desempenho dessas variáveis nos países selecionados no ano de 2011, permitindo a realização de uma comparação relativa do mercado brasileiro com os mercados dos demais países.

Gráfico 1 – Capitalização de mercado em relação ao PIB em 2011 dos países selecionados.



Fonte: Banco Mundial (2012)

A capitalização de mercado representa a quantidade de ações das empresas listadas em bolsa multiplicada pelos seus respectivos preços. Ao dividir a capitalização pelo PIB do país, o indicador mostra o tamanho do mercado acionário em relação à economia do país.

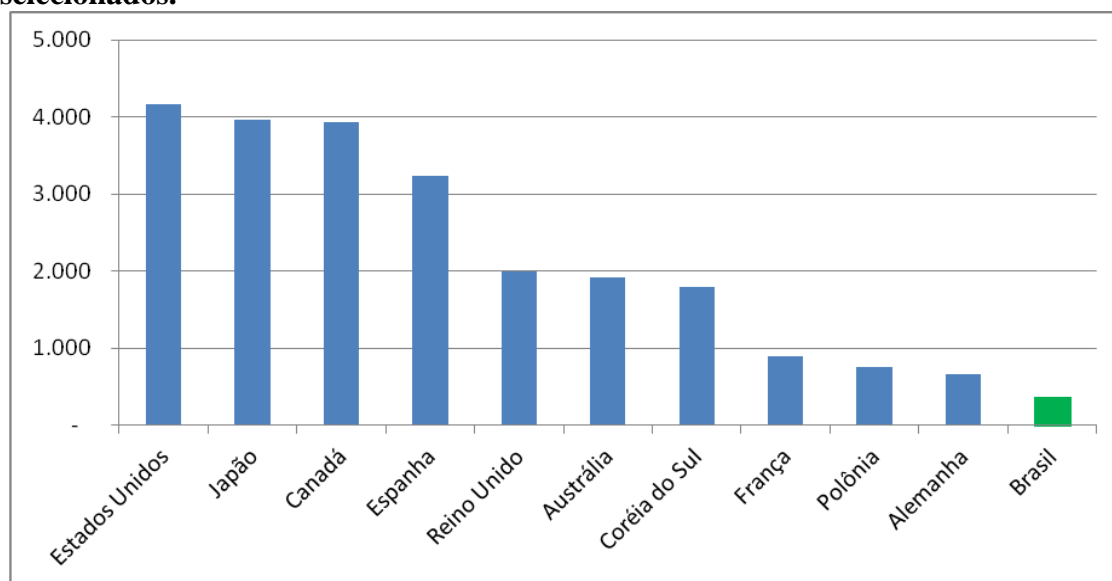
Através do Gráfico 1 fica evidente que no Brasil essa relação ainda é muito baixa se comparada com os mercados desenvolvidos. No entanto, cabe destacar que nos últimos dois anos o desempenho da bolsa brasileira ficou abaixo dos principais mercados mundiais, o que contribuiu para a redução relativa deste indicador. O fato de o Brasil ter poucas empresas listadas, como o Gráfico 2 mostra, também tem influência direta na baixa capitalização de mercado, além elevar o risco de que uma queda nos

preços de poucas companhias cause um forte impacto negativo neste indicador. Em 2011, as dez maiores empresas listadas na Bovespa tinham um valor de mercado de US\$ 555,3 bilhões, enquanto a capitalização total do mercado acionário brasileiro foi de US\$ 1,2 trilhão³. Dessa forma, apenas essas poucas empresas respondem por quase metade da capitalização do mercado nacional.

De acordo com dados do Banco Mundial, a capitalização média dos mercados das economias de alta renda é de 88%. Já para as economias de média renda o indicador cai para 27%, enquanto as economias de baixa renda registram apenas 8%.

Esses dados indicam a falta de capital nestas economias, bem como a ausência de mercados financeiros capazes de direcionar poupança para investimento produtivo, de modo a gerar crescimento na renda. (ARIFF, ALRGIBI e MURRAY, 2008)

Gráfico 2 – Número de companhias listadas em bolsa em 2011 nos países selecionados.



Fonte: Banco Mundial (2012) e BM&F Bovespa (2012)

O número de empresas de capital aberto listadas em bolsa é um importante indicador do tamanho do mercado acionário de um país e tem forte influência na eficiência microeconômica de uma economia. Como já foi apontado, segundo a visão de alguns autores, as empresas de capital aberto possuem, em geral, um grande número de

³ Fonte: Economática e Banco Mundial.

acionistas e são obrigadas a divulgar publicamente de forma detalhada seus resultados financeiros e operacionais. Com isso, além de reduzir a assimetria de informação entre a empresa e o mercado, as empresas que não reportam um bom desempenho são punidas pelo mercado com a queda do preço da sua ação e com uma maior dificuldade para a captação de recursos junto aos investidores.

Esse efeito não apenas gera um incentivo para que as companhias de capital aberto estejam sempre em busca de geração de valor para o seu acionista através de bons resultados, como também provoca um aumento na eficiência da economia como um todo, visto que mesmo as empresas que não possuem ações negociadas em bolsa devem seguir o mesmo caminho em função da concorrência. Assim, um melhor desempenho das empresas de capital aberto forçaria as companhias de capital fechado a elevarem o nível de eficiência para que possam continuar competindo no mercado, fazendo com que a economia de um modo geral tenha um ganho de eficiência.

No Brasil, o número de empresas listadas em bolsa ainda é muito pequeno, ficando muito atrás dos principais mercados mundiais, como pode ser verificado no Gráfico 2. Nesse caso, o Brasil também fica atrás de alguns dos principais países emergentes, como China e Índia, que registram 2.342 e 5.112 empresas de capital aberto, respectivamente⁴.

Esse baixo número de empresas com ações negociadas em bolsa pode ser explicado pela cultura de empresa familiar, onde os controladores não aceitam novos acionistas, e pelo alto custo que as empresas enfrentam para ter suas ações negociadas no mercado.

2.2 Liquidez do mercado

Outra variável de extrema importância para identificar o nível de desenvolvimento e eficácia do mercado de capitais é a liquidez. O papel desta variável no mercado e seu impacto para o crescimento da economia real é fundamental, tendo

⁴ Fonte: Banco Mundial.

em vista que ela atua de maneira a tornar investimentos produtivos de longa maturação em opções mais atrativas para a composição do portfólio dos investidores.

Ainda que a capitalização de mercado seja um indicador bastante utilizado, os indicadores de liquidez podem ser considerados mais precisos para avaliar o nível de desenvolvimento de um mercado. Isso ocorre devido ao fato de que só o tamanho do mercado não basta para que ele desempenhe sua função primordial de direcionar recursos para investimentos produtivos, é necessário que também exista liquidez para que isso ocorra. Assim, podem ser encontrados casos de mercados com uma alta capitalização de mercado e uma baixa liquidez, de forma que se torna necessário analisar os dois indicadores em conjunto para realizar uma melhor avaliação sobre determinado mercado. (CARVALHO, 2002)

Existem diversos estudos apontando evidências empíricas de que mercados mais líquidos provocam um efeito positivo sobre o crescimento econômico. Ao analisar dados de 38 países separados por grupos em diferentes níveis de liquidez, Levine (1996) mostrou evidências de que mercados líquidos impactam o crescimento econômico ao concluir que os países com mercados mais líquidos em 1976 registraram taxas de crescimento mais elevadas no período seguinte, de 1976 – 1993.

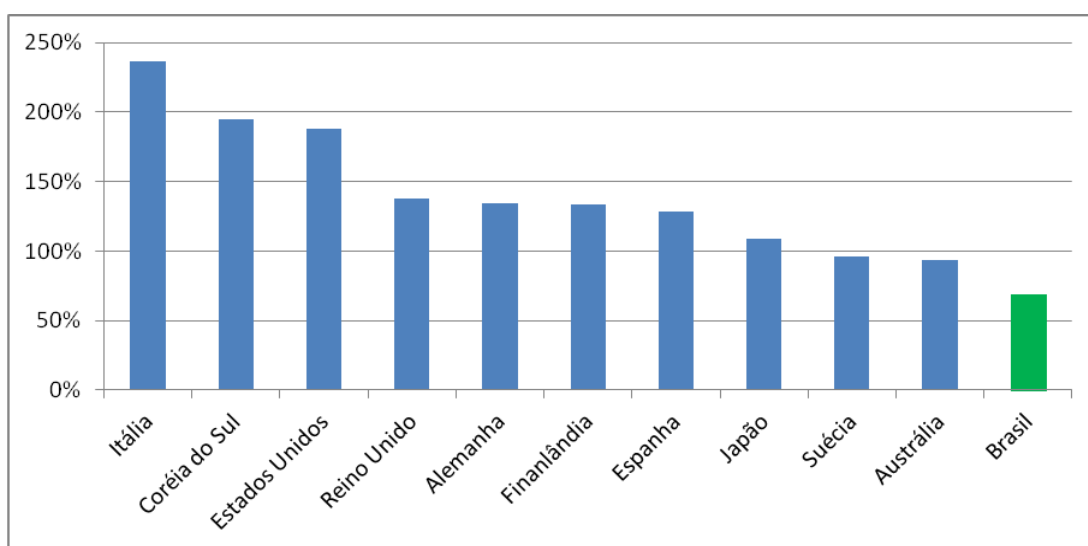
Em outro estudo, a partir de uma amostra de 49 países no período de 1976 – 1983, Levine e Zervos (1998) concluíram que o nível de desenvolvimento do mercado acionário é um fator relevante na explicação do crescimento econômico subsequente. Os indicadores de liquidez utilizados no estudo foram o *turnover* e o valor anual das transações dividido pelo PIB dos países. O resultado da análise mostrou que, no caso do México, se o segundo indicador de liquidez utilizado tivesse sido igual à média dos demais países (0,44 ao invés de 0,04), o crescimento do PIB *per capita* do país teria sido 0,4% maior do que o verificado nos 18 meses seguintes. Dessa forma, o PIB *per capita* mexicano em 1994 teria sido 8% maior. A partir desse estudo, Carvalho (2002), concluiu que a eficácia do mercado de ações está relacionada ao volume de transações, ou seja, à liquidez.

O *turnover* representa o valor anual das transações em bolsa dividido pela capitalização de mercado. Já a taxa de *turnover* é o valor total de ações transacionadas durante um período dividido pela média da capitalização de mercado neste determinado período. Estes são indicadores de liquidez do mercado, referindo-se ao giro das ações.

A razão do valor transacionado, outro indicador de liquidez também utilizado por Levine e Zervos (1998), se refere ao valor total das ações transacionadas em um período dividido pelo PIB do país. Este indicador pode ser utilizado de forma complementar a capitalização do mercado. Dessa forma pode ser verificado se o volume de transações é compatível com o tamanho do mercado. É importante analisar estes dois indicadores de forma que um complemente o outro para evitar avaliações equivocadas baseadas apenas no tamanho de um mercado. Mercados muito grandes em termos de capitalização podem ser pouco líquidos e, dessa forma, pouco eficientes.

Carvalho (2002) expõe uma amostra de 48 países divididos por faixas de renda e conclui que a capitalização de mercado e a razão do valor transacionado crescem como proporção do PIB na medida em que a renda dos países aumenta. O autor destaca, contudo, que apenas esta análise não é suficiente para indicar causalidade entre crescimento econômico e desenvolvimento do mercado acionário.

Gráfico 3 – Taxa de *turnover* em 2011 nos países selecionados.



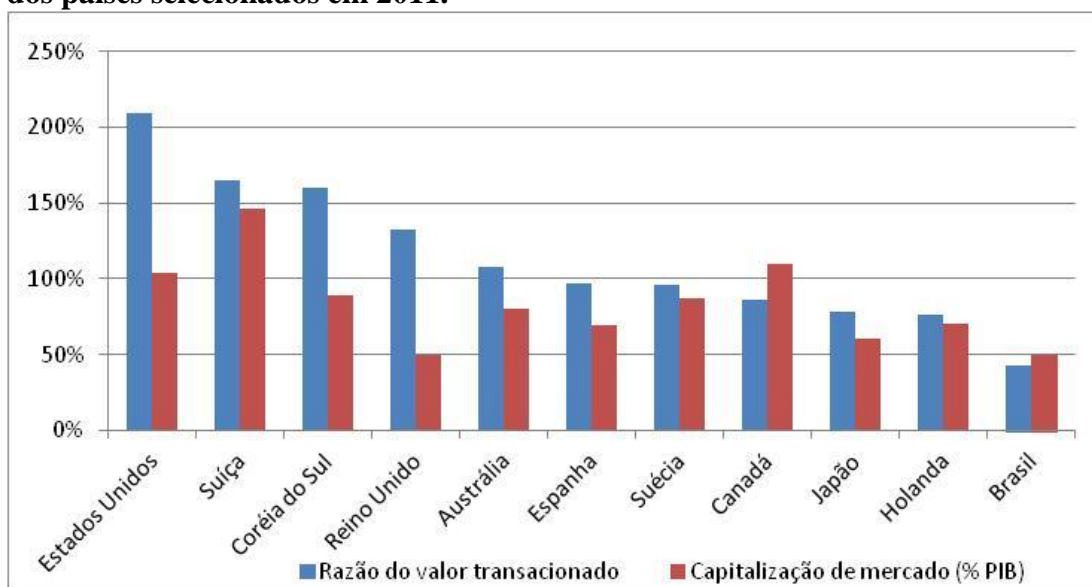
Fonte: Banco Mundial (2012)

O Gráfico 3 mostra a taxa de *turnover* nos países selecionados de alta renda membros da OCDE em 2011 e indica que também na questão de liquidez de mercado o Brasil está em uma posição baixa em relação aos mercados já desenvolvidos. Enquanto a taxa de *turnover* em boa parte dos principais países superou os 100% em 2011, ou

seja, o valor das transações superou a capitalização de mercado, no caso brasileiro no caso brasileiro esse indicador atingiu apenas a marca de 69% no período analisado.

Não apenas a taxa de *turnover* no Brasil é baixa, mas também a razão do valor transacionado apresenta resultados semelhantes. Com base nos estudos empíricos comentados que mostram o impacto desses indicadores no crescimento econômico, medidas de estímulo à liquidez no mercado brasileiro seriam adequadas para gerar um maior desenvolvimento do mercado nacional.

Gráfico 4 – Razão do valor transacionado e capitalização de mercado (% PIB) dos países selecionados em 2011.



Fonte: Banco Mundial (2012)

No Gráfico 4 fica evidente a importância de utilizar indicadores de liquidez de forma complementar aos indicadores de tamanho do mercado para que se possa determinar a dinâmica e a eficiência dos mercados. Como pode ser verificado, muitos mercados que são considerados desenvolvidos e apresentam um nível de capitalização bastante mais elevado que o mercado brasileiro, registram índices de liquidez baixos, como é o caso do Canadá e da Suécia, por exemplo.

O mercado dos Estados Unidos, que é considerado o mais desenvolvido do mundo, apresenta a maior razão do valor transacionado, atingindo 209% do PIB do país em 2011. Já o Brasil ainda registra um nível de liquidez relativamente baixo em

comparação com os demais países. Em 2011, a razão transacionada no mercado brasileiro foi de apenas 43%, contrastando com o caso americano. Entre os dados dos países selecionados no Gráfico 4, o mercado brasileiro ainda se apresenta como o único no qual a capitalização de mercado em relação ao PIB é maior do que o índice de liquidez analisado.

Entre os motivos para esse baixo nível de liquidez no mercado nacional estão alguns fatores já comentados, como a pequena quantidade de companhias abertas, bem como a alta concentração de negociações em ações de poucas empresas. O baixo número de participação dos investidores pessoas físicas no mercado nacional e a alta taxa de juros verificada no Brasil também contribuem para esse resultado.

Esses fatores podem explicar o baixo desempenho das demais variáveis analisadas neste capítulo e não apenas o fraco nível de liquidez. Nos EUA, por exemplo, os investidores pessoa física possuem a cultura de investir em empresas de capital aberto e o desempenho do mercado acionário tem um forte impacto no comportamento dos consumidores do país.

Adicionalmente, o histórico de taxas de juros muito elevadas na economia brasileira criou uma cultura de investimento em renda fixa preferencialmente ao investimento em ações, tendo em vista que era possível obter grandes retornos investindo em títulos da dívida pública. Neste ponto, a tendência de queda da taxa de juros verificada nos últimos anos deve provocar um impacto positivo sobre o mercado acionário, visto que os investidores terão que correr um risco maior para tentar manter um certo nível de ganho.

3. Mercado de Capitais no Brasil

Neste capítulo será apresentada a evolução do mercado de capitais brasileiro nos últimos anos. Ainda que o mercado nacional esteja em um estágio de desenvolvimento inferior ao dos países analisados no capítulo anterior, no período recente o mercado brasileiro registrou uma boa evolução. Parte dessa melhora está ligada ao bom ambiente econômico verificado na última década, bem como à expansão da economia brasileira no período. O melhor ambiente institucional, com as empresas adotando boas práticas de governança corporativa e o conseqüente respeito aos acionistas minoritários também teve um papel fundamental neste processo.

Inicialmente será feita uma breve revisão da história do mercado de capitais no Brasil, destacando o período a partir dos anos 60, no qual o mercado começou a apresentar um maior crescimento. Em seguida, será verificada a evolução recente do mercado, apontando o desempenho de diversos indicadores como o número de empresas listadas, volume negociado e o número de IPOs. Finalmente, será apresentado o crescimento da importância da governança corporativa e o desenvolvimento de ferramentas com o objetivo de estimular sua prática.

3.1 Breve Histórico do Mercado de Capitais Brasileiro

O mercado de capitais brasileiro começou a se desenvolver de forma mais acelerada a partir da década de 60. Antes disso, os investidores brasileiros aplicavam seus recursos principalmente em ativos reais, como imóveis, de modo que os ativos financeiros como títulos públicos e privados eram evitados. Essa opção dos investidores de concentrar seus investimentos em ativos mais conservadores ocorreu em função do ambiente econômico instável que o país vivia no período. O Brasil registrava uma inflação alta e acelerada no fim da década de 50. Além disso, a legislação vigente limitava em 12% ao ano a taxa máxima de juros através da chamada Lei da Usura. Esses dois fatos não criavam incentivos para a realização de operações com títulos de longo prazo, limitando o desenvolvimento do mercado de capitais no país. (PINHEIRO, 2009)

A partir de 1964, o governo que assumiu o poder adotou diversas medidas de reforma econômica, incluindo a reestruturação do mercado financeiro e sua legislação. As leis que tiveram maior impacto no mercado de capitais foram: a lei que instituiu a correção monetária, a lei que reformou o sistema bancário nacional, responsável por reformular todo o sistema de intermediação financeira do país e criar o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central e, ainda, a primeira Lei de Mercado de Capitais que estipulou medidas para o desenvolvimento do mercado nacional. A instalação dessa nova legislação teve como resultado a reformulação da legislação sobre a Bolsa de Valores, a transformação dos corretores de fundos públicos em Sociedades Corretoras, fazendo com que essas entidades se profissionalizassem, e a criação dos Bancos de Investimento, que ficaram com a responsabilidade de desenvolver a indústria nacional de fundos de investimento. Adicionalmente, o Banco Central criou a Diretoria de mercado de Capitais, com o objetivo de regulamentar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, tarefa hoje exercida pela CVM. Ainda para tentar incentivar o investidor brasileiro a aplicar no mercado acionário, foram criados os Fundos 157, nos quais os contribuintes poderiam utilizar parte do Importo de Renda devido para adquirir cotas de fundos de ações de empresas abertas. (CVM, 2012)

Todos os incentivos criados pelo Governo para compra de ações gerou um forte movimento especulativo no início da década de 70, que ficou conhecido como o “*boom* de 71”. Na medida em que a demanda por investimento em ações crescia, sem a contrapartida de novas emissões de ações pelas companhias, os preços das ações registraram uma forte valorização, atingindo o ponto máximo em julho de 1971. A partir desse momento, os investidores mais experientes iniciaram um processo de realização de lucros, provocando uma forte desvalorização das ações. A forte queda nos preços se intensificou em função das operações de novas emissões de ações por parte das empresas. As novas ações emitidas no mercado encontraram pouca demanda, desvalorizando ainda mais os preços. Como consequência desse movimento especulativo, o mercado brasileiro passou anos deprimido e, apesar de novos incentivos do governo, os investidores não mostravam confiança no mercado. (PINHEIRO, 2009)

Com o objetivo de tentar estimular o mercado acionário, em 1976 o governo introduziu duas novas normas legais. A primeira foi a Lei das Sociedades Anônimas, que buscava atualizar as regras que regulavam as sociedades anônimas no país. Também foi criada a segunda Lei do Mercado de Capitais, que deu origem à CVM,

introduzindo no mercado uma entidade dedicada a regulamentar e desenvolver o mercado de capitais, além de fiscalizar as Bolsas de Valores e as companhias abertas. Apesar de todos esses esforços, o mercado brasileiro não apresentou o desenvolvimento esperado, mesmo que, durante algum período, tenha ocorrido um crescimento no número de empresas abertas e, durante a década de 80, houve um volume significativo de captação de recursos pelas empresas através da abertura de capital. (CVM, 2012)

De acordo com Pinheiro (2009), a partir do Plano Collor na década de 90, houve uma aceleração no processo de abertura econômica, elevando a participação dos investidores estrangeiros no mercado acionário nacional. Também foi neste ponto que algumas empresas passaram a negociar suas ações nos Estados Unidos, por meio dos ADRs⁵. A listagem das ações nas bolsas americanas exigiu um maior nível de governança corporativa pelas empresas brasileiras, tendo em vista que a SEC (*Securities and Exchange Commission*) impõe regras mais rígidas em termos de transparência e divulgação de informações pelas empresas.

Após o período de abertura econômica, privatizações de empresas e estabilização da economia nacional na década de 90, o desenvolvimento do mercado brasileiro voltou a enfrentar dificuldades. Isso ocorreu, principalmente, em função da falta de proteção ao acionista minoritário e da falta de transparência na gestão das empresas. Dessa forma, o número de companhias listadas na bolsa diminuiu e os negócios ficaram concentrados em poucas empresas. Em uma análise sobre o volume de negociações de 41 países no período de 1996 – 1998, a *World Federation Exchange* mostrou a que a Bovespa ocupou o sexto lugar entre as mais concentradas do grupo analisado. Em função desse cenário negativo, em 2002 tem origem o movimento Ação Cívica pelo Desenvolvimento do Mercado de Capitais, liderado pela Bovespa e com a participação de 45 entidades. A partir desse movimento, foi desenvolvido o Plano Diretor do Mercado de Capitais propondo medidas para que o mercado nacional volte a desempenhar um papel de destaque no crescimento sustentável no país, através da sua função de captar e direcionar recursos para investimento produtivo. (PINHEIRO, 2009)

Ainda com objetivo de desenvolver o mercado nacional e atrair mais investidores, especialmente investidores estrangeiros e institucionais, a Bovespa criou

⁵ *American Depositary Receipts*

os níveis diferenciados de listagem de governança corporativa, nos quais as empresas se comprometem a adotar determinadas práticas de governança corporativa de forma voluntária. Em 2011 a Lei das Sociedades Anônimas sofreu uma reforma para trazer novas garantias aos acionistas minoritários das empresas. Entre as medidas estão o direito de *tag along*⁶ e a alteração no regime de preferências e vantagens atribuídas às ações preferenciais. A partir de 2004, quando houve a retomada das emissões primárias de ações, muitas empresas não se limitaram a atender às exigências feitas pela nova legislação, mas também incluíram nos seus estatutos dispositivos concedendo ainda mais direitos aos acionistas minoritários. Como exemplo, a grande maioria das empresas que realizaram abertura de capital a partir desse período tem seu capital composto exclusivamente por ações ordinárias. Além disso, atualmente é comum os estatutos das empresas elevarem para 100% o direito de *tag along*. (CVM, 2012)

3.2 Evolução Recente do Mercado Nacional

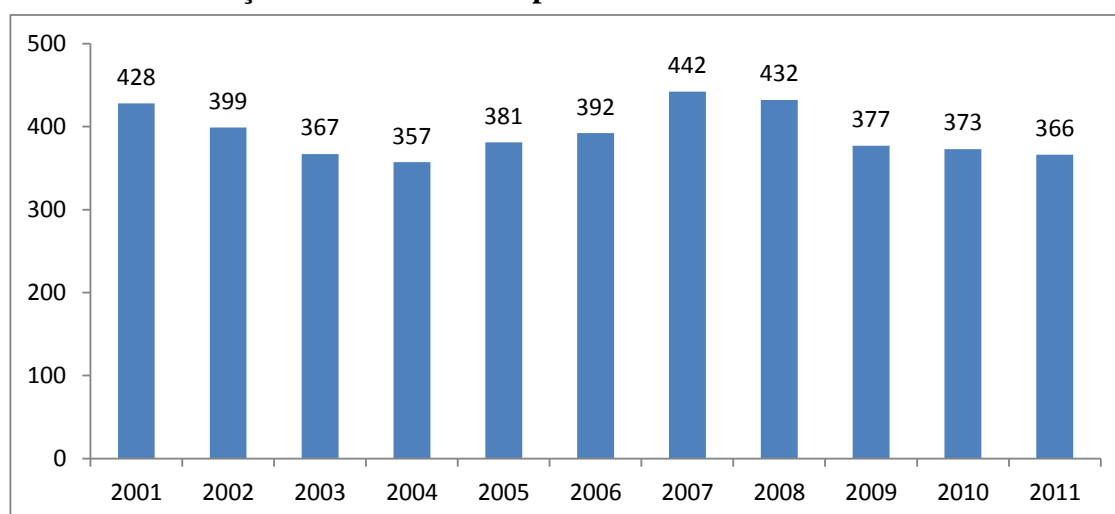
Nos últimos anos o mercado brasileiro registrou um bom crescimento, ainda que insuficiente para colocá-lo em uma posição de maior destaque entre os mercados desenvolvidos. A partir de 2004 houve a retomada das operações de abertura de capital, que atingiram o pico em 2007, quando sofreram o forte impacto da crise financeira que afetou fortemente os mercados em 2008. Além disso, o volume de negócios registrou um grande crescimento na década passada. Esse fato deve-se, entre outros motivos, ao maior interesse dos investidores estrangeiros pelas empresas brasileiras.

O gráfico 5 mostra a evolução da quantidade de empresas listadas em bolsa no Brasil no período de 2001 – 2011. Como pode ser observado, mesmo no ponto mais alto do gráfico, quando o mercado nacional teve 442 empresas listadas em bolsa em 2007, esse número ainda ficou muito abaixo dos mercados desenvolvidos apresentados anteriormente. Como foi comentado no capítulo anterior, os principais motivos para o baixo número de companhias abertas no Brasil são os custos para manter a listagem em bolsa e a cultura empresarial brasileira. No mercado nacional, muitas empresas ainda

⁶ *Tag Along* refere-se ao direito dos acionistas minoritários, geralmente detentores de ações de classe ordinária, de receber o mesmo valor dos acionistas majoritários em caso de venda de controle da empresa.

não estão preparadas para ter ações negociadas em bolsa, visto que isso implica em fornecer informações detalhadas sobre seu desempenho para o mercado, bem como dar explicações aos acionistas minoritários sobre algumas estratégias adotadas pela administração da companhia. Além disso, o custo para abrir o capital pode ser muito alto para empresas menores. Entre esses custos estão a taxa de anuidade e de análise para registro e listagem de valores mobiliários que são pagos para a BM&F Bovespa.

Gráfico 5 – Evolução do número de empresas listadas em bolsa



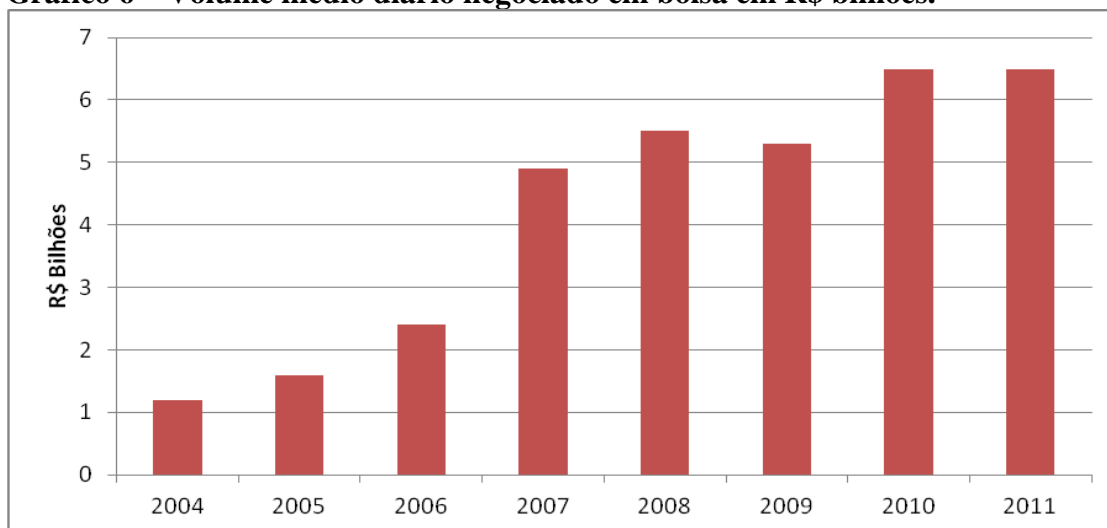
Fonte: BM&F Bovespa (2012)

No gráfico 6, o volume médio diário negociado na bolsa brasileira deu um salto entre 2004 e 2011, passando de apenas R\$ 1,2 bilhão no primeiro ano analisado para R\$ 6,5 bilhões em 2011. O principal motivo para essa evolução foi o maior interesse do investidor estrangeiro pelo mercado nacional. O crescimento econômico que o país verificou na década passada atraiu o capital estrangeiro para investimento nas ações das companhias brasileiras, melhorando significativamente o volume dos negócios em bolsa. Mesmo após a crise financeira, o indicador voltou a crescer. Isso ocorreu devido à recuperação que a economia brasileira e os demais países emergentes apresentaram já em 2010.

Em função da lenta recuperação das economias desenvolvidas, os investidores estrangeiros buscaram opções de investimentos nos países emergentes que apresentaram um desempenho melhor no período logo após a crise. Nesse contexto, no período de

2009 – 2011, com o crescimento que muitas empresas brasileiras registraram, a bolsa brasileira voltou a atrair o capital estrangeiro.

Gráfico 6 – Volume médio diário negociado em bolsa em R\$ bilhões.



Fonte: BM&F Bovespa (2012)

A tabela 1 apresenta o número de operações de IPOs e *Follow ons* a partir de 2001. Como pode ser observado, apenas em 2004 as empresas voltaram a realizar operações de abertura de capital, em função do melhor momento econômico pelo qual o mundo passava e das melhores perspectivas para a economia brasileira, após o período de turbulência no início da década. Logo no começo da década houve o estouro da bolha das ações de tecnologia nos EUA e, ainda em 2001, ocorreu o ataque terrorista às torres gêmeas em Nova Iorque, provocando nova turbulência nos mercados internacionais. Adicionalmente, em 2002 o Brasil passou por uma crise de confiança devido ao temor dos investidores estrangeiros com as eleições presidenciais do país.

Tabela 1 – Número de IPOs e *Follow Ons* Realizados no Brasil entre 2001 e 2011.

| | IPOs | Follow ons | Total |
|------|------|------------|-------|
| 2001 | - | 14 | 14 |
| 2002 | 1 | 5 | 6 |
| 2003 | - | 8 | 8 |
| 2004 | 7 | 8 | 15 |
| 2005 | 9 | 10 | 19 |
| 2006 | 26 | 16 | 42 |
| 2007 | 64 | 12 | 76 |
| 2008 | 4 | 8 | 12 |
| 2009 | 6 | 18 | 24 |
| 2010 | 11 | 11 | 22 |
| 2011 | 11 | 11 | 22 |

Fonte: BM&F Bovesp (2012).

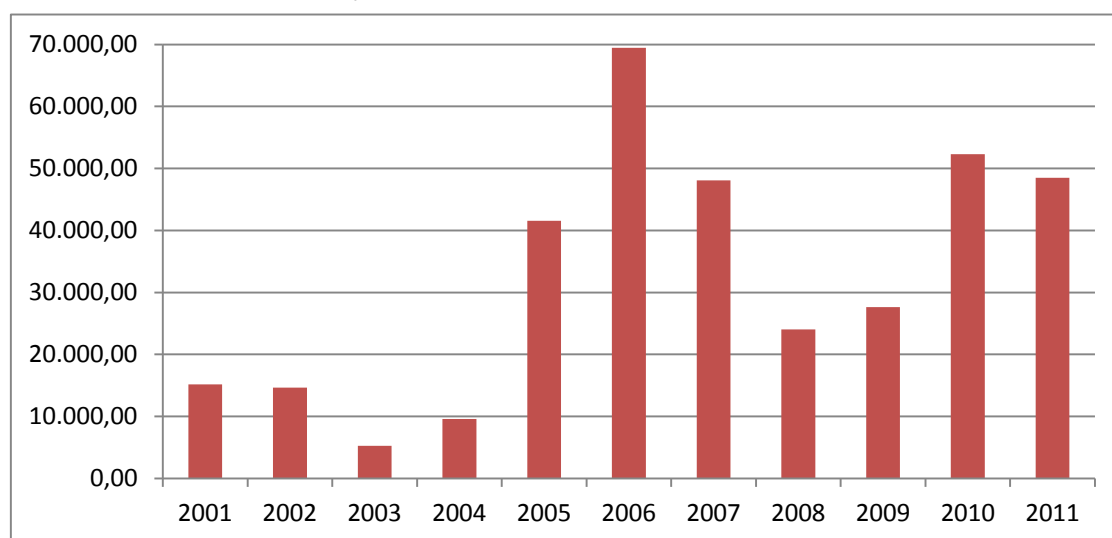
O gráfico 7 apresenta as mesmas operações que a tabela 1, mas em termos de volume financeiro. Nos dois casos, pode ser verificado que a crise financeira de 2008 teve um forte impacto nos indicadores. As empresas geralmente esperam pelo melhor momento de mercado para realizar uma operação de emissão de ações, de modo que a operação encontre a demanda desejada no mercado.

Assim, após a eclosão da crise em 2008 e o conseqüente período de incerteza pelo qual a economia mundial ainda atravessa, as companhias não estão encontrando um ambiente favorável para a realização dessas operações, de modo que até 2011 o número de IPOs ainda ficou muito abaixo do verificado no período anterior à crise. Em 2010, o volume financeiro das operações de *follow on* superou os R\$ 60 bilhões devido à operação de capitalização da Petrobras, que foi responsável pela maior parte deste volume.

Gráfico 7 – Volume em R\$ bilhões das operações de ofertas públicas.

Fonte: BM&F Bovespa (2012)

A crise de 2008 também teve um impacto semelhante nas emissões de debêntures pelas empresas. Como pode ser verificado no gráfico 8, em 2008 e 2009 o volume de debêntures emitidas ficou muito abaixo do observado nos três anos imediatamente anteriores. Esse mercado se recuperou apenas nos últimos dois anos, com a melhora da economia nacional.

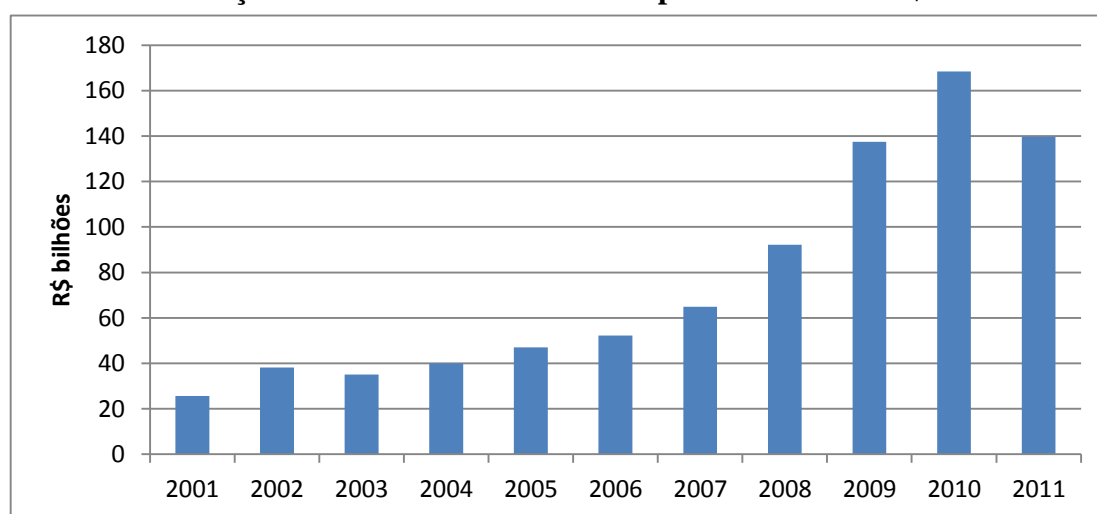
Gráfico 8 – Volume em R\$ bilhões da emissão de debêntures.

Fonte: ANBIMA (2012)

O mercado de debêntures também é essencial para que as companhias possam buscar recursos para se financiar no mercado de forma competitiva. Não apenas o mercado acionário desempenha esse papel, mas o mercado de dívida privada também fornece às empresas uma alternativa de financiamento.

O crescimento dos mercados de dívida e de ações também reduz a necessidade de financiamento através do crédito subsidiado por meio do BNDES. Nos últimos anos o volume de desembolso do BNDES teve um grande salto, especialmente após a crise financeira, como pode ser visto no gráfico 9. Ainda que o banco tenha um importante papel ao fomentar o investimento produtivo, principalmente fornecendo crédito às empresas que não tem acesso ao mercado de capitais e outras formas competitivas de financiamento, é preciso criar condições para que as companhias possam buscar recursos no mercado privado, visto que hoje o desembolso do BNDES já representa mais de um terço do crédito do sistema financeiro nacional.

Gráfico 9 – Evolução do desembolso de recursos pelo BNDES em R\$ bilhões



Fonte: BNDES (2012)

3.3 Governança Corporativa

Conforme foi abordado em capítulos anteriores, a busca das empresas de capital aberto por melhores resultados, assim como a exigência por parte dos investidores por mais transparência na administração dessas empresas, faz com que a economia como

um todo tenha um ganho de eficiência. Nesse contexto, a governança corporativa desempenha um papel fundamental ao conceder maiores direitos aos acionistas minoritários das companhias e ao elevar o nível de informações que a empresa deve fornecer ao mercado sobre a sua situação financeira e operacional.

Segundo Neto, Lucy e Rossi (2000), governança corporativa se refere ao sistema de gestão, prestação de contas e responsabilização que regem o relacionamento entre acionistas, conselho de administração e a alta administração executiva da empresa. Assim como o objetivo final da companhia, a governança corporativa busca gerar valor para os acionistas da empresa. Diversos estudos apontam evidências empíricas de que companhias que adotam boas práticas de governança não só apresentam um melhor desempenho, como também tem acesso ao capital facilitado.

A boa governança significa uma melhor prestação de contas da empresa com seus acionistas e credores, através de uma administração transparente que forneça ao mercado informações confiáveis sobre a companhia. Assim, as empresas que adotam boas práticas de governança reduzem o seu custo de capital e aumentam o interesse dos investidores na empresa, reduzindo a volatilidade de mercado. Todos esses efeitos positivos atuam de forma a elevar a percepção do valor da empresa pelos investidores. (NETO, SOUZA e ROSSI, 2000)

A importância da governança corporativa tem crescido no mundo todo, em especial após os escalados financeiros que ocorreram no começo do século XXI, de modo que os investidores estão premiando cada vez mais a transparência e a simplicidade na divulgação de informações pelas empresas. Após a ocorrência de diversos escândalos financeiros na década de 80, a Inglaterra foi o primeiro país a lançar um código de governança corporativa, em 1992. Já nos Estados Unidos, foi no fim da década de 90 que iniciou uma maior pressão sobre as empresas para a adoção de um melhor padrão de governança. (PÓVOA, 2010)

A OCDE desenvolveu em 1999 um documento com os princípios básicos de governança corporativa. Atualizado em 2004⁷, entre os princípios destacados pelo documento podem ser citados:

⁷ Fonte: www.oecd.org/daf/corporateaffairs/principles/text e Neto, Lucy e Rossi (2000).

- assegurar bases que promovam mercados transparentes e eficientes;
- proteger o direito dos acionistas e facilitar seu exercício;
- garantir tratamento igualitário aos acionistas, assegurando a todos a oportunidade de reparação em caso de violação de seus direitos;
- reconhecer os direitos dos *stakeholders*⁸
- promover *disclosure*⁹, garantindo a divulgação oportuna de todas as informações relevantes sobre a empresa.

No Brasil, foi na década de 80 que teve início uma movimentação no sentido de defender os direitos dos acionistas minoritários, através da Associação Brasileira dos Analistas do Mercado de Capitais (ABAMEC), atualmente chamada de APIMEC. A entidade se posicionava de forma contrária às ações preferenciais, exigindo uma maior transparência pelas empresas e denunciando a ocorrência de conflitos de interesse. (NETO, SOUZA e ROSSI, 2000)

No entanto, apenas a partir de meados da década de 90 que a discussão sobre a prática da governança corporativa ganhou uma maior relevância no mercado nacional com a criação do Instituto Nacional de Governança Corporativa (IBGC), em 1995. Inicialmente chamado de Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), a entidade foi desenvolvida com objetivo de incentivar a discussão sobre a implementação da governança corporativa no Brasil. De acordo com o IBGC, governança corporativa é o sistema através do qual as companhias são dirigidas e monitoradas. Esse sistema envolve o relacionamento entre investidores, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal, e tem como principal objetivo alinhar os interesses da administração da empresa aos interesses dos demais acionistas. (NETO, SOUZA e ROSSI, 2000)

O IBGC ainda desenvolveu o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa¹⁰. Em 2000, a Bovespa criou os segmentos diferenciados de listagem de

⁸ Todos os que possuem interesse na empresa, como empregados, credores, clientes, fornecedores e sociedade como um todo.

⁹ Divulgação de informações de forma transparente e adequada.

¹⁰ Disponível em <http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>.

empresas, que tem por objetivo classificar as empresas listadas na bolsa em níveis diferenciados de governança. Os níveis criados são: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2.

Quadro 1 – Principais características dos segmentos especiais de listagem da BM&F Bovespa.

| | Novo Mercado | Nível 2 | Nível 1 | Básico |
|---|---|--|--|--|
| <i>Free Float</i> | No mínimo 25% de <i>free float</i> | No mínimo 25% de <i>free float</i> | No mínimo 25% de <i>free float</i> | Não há regra |
| Classe de Ações | Permite a existência somente de ações ordinárias | Permite a existência de ações ordinárias e preferenciais (com direitos adicionais) | Permite a existência de ações ordinárias e preferenciais | Permite a existência de ações ordinárias e preferenciais |
| Conselho de Administração | Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes | Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes | Mínimo de três membros | Mínimo de três membros |
| Concessão de <i>Tag Along</i> | 100% para ações ordinárias | 100% para ações ordinárias e 80% para ações preferenciais | 80% para ações ordinárias | 80% para ações ordinárias |
| Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado | Obrigatório | Obrigatório | Facultativo | Facultativo |

Fonte: BM&F Bovespa e Neto, Lucy e Rossi (2000)

O Quadro 1 mostra as principais características de cada um dos níveis. Como pode ser observado, o Novo mercado é o segmento de listagem com o padrão mais exigente em termos de governança corporativa. Atualmente, a maioria das empresas que realizam abertura de capital já procuram realizar a operação de modo a ter suas ações listadas no Novo Mercado. Já as empresas listadas no Nível 2 devem cumprir as exigências do Novo Mercado, com algumas exceções, como a permissão para manter as ações preferenciais. O Nível 1 de governança corporativa exige que as companhias sejam transparentes e favoreçam o acesso à informações pelos investidores. As empresas listadas neste segmento devem fornecer mais informações do que as exigidas por lei, como relatórios financeiros mais completos, informações sobre negociações realizadas por diretores, executivos e acionistas controladores, além de operações com partes relacionadas.¹¹

¹¹ Fonte: BM&F Bovespa.

Considerações Finais

Este trabalho teve por objetivo apresentar a importância dos mercados de capitais para o crescimento e desenvolvimento econômico, na medida em que esses mercados desempenham seu papel fundamental de direcionar recursos para o financiamento do investimento produtivo. O foco do trabalho foi realizar um comparativo entre o mercado brasileiro e os mercados desenvolvidos e, ainda, apresentar a evolução recente do mercado nacional, tornando, desse modo, possível verificar se os indicadores analisados sobre o mercado brasileiro são compatíveis com os mercados já desenvolvidos.

Após realizar uma revisão da literatura sobre o assunto, na qual foram expostos diversos estudos que mostraram evidências empíricas da relação entre crescimento econômico e desenvolvimento do sistema financeiro e, mais especificamente, do mercado de capitais, pode-se concluir que, de fato, um mercado de capitais maduro tem um impacto positivo na expansão econômica de um país. A partir da visão Schumpeteriana onde crédito bancário tem papel essencial no financiamento de inovações e, conseqüentemente, no desenvolvimento econômico, este trabalho procurou demonstrar que o mercado de capitais se apresenta como alternativa para o financiamento das empresas. Por meio do mercado acionário ou do mercado de dívida privada, as companhias podem encontrar maneiras mais competitivas de captar recursos para a realização de investimentos produtivos.

Através da análise comparativa de diversas variáveis de mercados desenvolvidos com o mercado brasileiro também foi possível identificar que os indicadores utilizados para verificar o desenvolvimento do mercado nacional ainda apresentam resultados muito inferiores aos dos mercados maduros. Para realizar a comparação entre os mercados foram utilizadas variáveis sobre o tamanho e a liquidez do mercado acionário. Verificou-se que no Brasil o mercado de ações ainda é muito pequeno em termos de capitalização de mercado das empresas e número de companhias abertas, assim como apresenta uma baixa liquidez em relação aos demais países analisados.

Nos últimos anos o mercado de capitais no Brasil apresentou um bom crescimento. Em 2002 a Bovespa liderou uma Ação Cívica pelo Fortalecimento do Mercado de capitais, que resultou na elaboração do Plano Diretor do Mercado de

Capitais com o objetivo de elaborar propostas, de forma permanente, para o desenvolvimento do mercado de capitais no país. Atualmente, o plano é coordenado pela APIMEC¹² e abrange questões macroeconômicas e de regulação do mercado. A partir de 2004, houve uma retomada nas operações de abertura de capital no mercado brasileiro. No entanto, a crise financeira de 2008 fez com que os investidores reduzissem sua exposição à ativos de risco, impactando não somente essas operações como todo o mercado de capitais. O desenrolar da crise com a posterior crise fiscal na Europa e a desaceleração no crescimento da economia mundial traz um ambiente desfavorável para que novas empresas entrem no mercado.

Dessa forma, o crescimento recente do mercado de capitais brasileiro foi fortemente impactado pelas recentes crises econômicas. Atualmente é possível dizer que a maior parte das empresas não utiliza o mercado acionário como alternativa de financiamento, tendo em vista que houve queda no número de companhias listadas em bolsa nos últimos anos, assim como no volume financeiro de recursos captados com a abertura de capital. Por outro lado, no mercado de dívida a emissão de debêntures já retornou ao patamar em que se encontrava em 2007, antes do estouro da crise financeira com a quebra do banco americano Lehman Brothers. Portanto, pode-se concluir que é necessário criar um ambiente favorável à abertura de capital por parte das empresas para que o mercado nacional possa retomar o seu crescimento na medida em que o ambiente econômico se tornar mais favorável.

¹² Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais.

REFERÊNCIAS

- ADELMAN, I. **Teorias de desenvolvimento econômico**. Rio de Janeiro: Forense, 1972.
- ARIFF, M.; ALRGIBI, G.; MURRAY, L. The divide between developed and emerging capital markets in a globalised world: can we discriminate? **Bond University**, Australia, 2008.
- ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro**. 5ª Edição. ed. São Paulo: Atlas, 2003.
- ATJE, R.; JOVANOVIĆ, B. Stock Markets and Development. **Europ. Econ. Rev**, p. 632-40, Abril 1993.
- CARVALHO, A. G. Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil: a experiência dos anos 90. **Revista de Economia Aplicada**, v. 4, 2000.
- CARVALHO, A. G. Desenvolvimento Financeiro e Crescimento Econômico. **Revista Econômica do Nordeste**, Fortaleza, v. 33, 2002.
- CASAGRANDE, H. N. **Abertura do capital de empresas no Brasil**: um enfoque prático. 3ª Edição. ed. São Paulo: Atlas, 2000.
- CASAGRANDE, H. N.; CINTRA, M. F. N.; MAGLIANO, R. F. **Mercado de Capitais**: a saída para o crescimento. São Paulo: Série Abamec, Lazuli, 2002.
- CROCCO, M. A.; SANTOS, F. B. Financiamento e Desenvolvimento sob novas óticas. **Observatório da Cidadania**, 2006. 48-57.
- CVM. **História do Mercado de Capitais do Brasil**, 2012. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br>>. Acesso em: Maio 2012.
- DARRAT, A. Are financial deepening and economic growth causality related? Another look at the evidence. **Internacional Economic Journal**, 13, 1999. 19-35.
- DEMIRGÜÇS-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V.-J. Stock Market Development and Financing Choices of Firms. **World Bank Econ. Rev**, Maio 1996. 341-70.
- DEVEREUX, M. B.; SMITH, G. W. International Risk Sharing and Economic Growth. **Int. Econ. Rev**, Agosto 1994. 535-50.
- DIAMOND, D.; DYBIVIG, P. Banks run, deposit insurance, and liquidity. **Journal of Political Economics**, 1983. 401-419.
- FORTUNA, E. **Mercado Financeiro**: Produtos e Serviços. 15ª Edição. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

- GELB, A. H. Financial Policies, Growth, and Efficiency. **World Bank PPR Working Paper No. 202**, Junho 1989.
- GOLDSMITH, R. W. Financial structure and development. **Yale University Press**, New Haven, 1969.
- GREENWOOD, J.; JOVANOVIC, B. Financial Development, Growth, and the Distribution of Income. **J. Polit. Econ.**, Outubro 1990. 1076–1107.
- GURLEY, J. G.; SHAW, E. S. Financial Aspects of Economic Development. **Amer. Econ. Rev.**, Setembro 1955. 515–38.
- HICKS, J. A theory of economic history. **Oxford: clarendon press**, 1969.
- KUZNETS, S. Economic growth and income inequality. **A.E.R.**, 1955.
- LEVINE, R. Stock Markets: A Spur to Economic Growth. Finance and Development, março 1996.
- LEVINE, R.; KING, R. G. Finance and growth: Schumpeter might be right. **World Bank: Policy Research Working Paper No 1083**, Fevereiro 1993.
- LEVINE, R.; ZERVOS, S. Stock Market Development and Long-Run Growth. **World Bank, Policy Research Working Paper Series 1582**, março 1996.
- LUCAS, R. On the mechanisms of economic development. **Journal of Monetary Economics**, 1988. 3-42.
- MATOS, O. C. Desenvolvimento do Sistema Financeiro e Crescimento Econômico no Brasil: evidências de causalidade. **Banco Central do Brasil, Trabalhos para Discussão**, Brasília, setembro 2002.
- MCKINNON, R. I. Money and capital in economic development. **Brookings Institution**, Washington, DC, 1973.
- MORICOCCHI, L.; GONÇALVES, J. S. Teoria do Desenvolvimento Econômico de Schumpeter: uma revisão crítica. **Informações Econômicas**, São Paulo, 24, agosto 1994.
- NÓBREGA, M. et al. **O Mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil**. São Paulo: Bovespa, v. Estudos par ao Desenvolvimento do Mercado de Capitais, 2000.
- PAGANO, M. Financial Markets and Growth: An Overview. **Europ. Econ. Rev.**, Abril 1993. 613–22.
- PATRICK, H. T. Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries. **Econ. Devel. Cult. Change**, Janeiro 1966. 174–89.

PINHEIRO, J. L. **Mercado de Capitais:** fundamentos e técnicas. 5ª. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

PÓVOA, A. **Mundo Financeiro:** o olhar de um gestor. São Paulo: Saraiva, 2010.

ROCCA, C. A. **Revolução no Mercado de Capitais do Brasil:** o crescimento é sustentável? Estudos Ibmec. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, v. 5, 2008.

SCHUMPETER, J. A. **Teoria do desenvolvimento econômico:** uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico. São Paulo : Abril Cultural, 1982.

APÊNDICE

Tabela 2 – Capitalização de Mercado em relação ao PIB dos países de alta renda membros da OCDE em 2011

| País | Capitalização de Mercado (% PIB) |
|------------------|---|
| Suíça | 147% |
| Luxemburgo | 116% |
| Canadá | 110% |
| Estados Unidos | 104% |
| Coréia do Sul | 89% |
| Suécia | 87% |
| Austrália | 81% |
| Holanda | 71% |
| Espanha | 69% |
| Japão | 60% |
| Israel | 60% |
| França | 57% |
| Dinamarca | 54% |
| Finlândia | 54% |
| Reino Unido | 50% |
| Noruega | 45% |
| Bélgica | 45% |
| Nova Zelândia | 44% |
| Alemanha | 33% |
| Polônia | 27% |
| Portugal | 26% |
| Áustria | 20% |
| Itália | 20% |
| República Tcheca | 18% |
| Irlanda | 16% |
| Islândia | 14% |
| Hungria | 13% |
| Eslovênia | 13% |
| Grécia | 11% |
| Estônia | 7% |
| Esvoláquia | 5% |

Fonte: Banco Mundial (2012)

Tabela 3 – Número de empresas listadas em bolsa em 2011 nos países de alta renda membros da OCDE

| País | Número de Empresas |
|------------------|---------------------------|
| Estados Unidos | 4.171 |
| Japão | 3.961 |
| Canadá | 3.932 |
| Espanha | 3.241 |
| Reino Unido | 2.001 |
| Austrália | 1.922 |
| Coréia do Sul | 1.792 |
| França | 893 |
| Polônia | 757 |
| Alemanha | 670 |
| Israel | 576 |
| Suécia | 340 |
| Itália | 287 |
| Grécia | 275 |
| Suíça | 246 |
| Noruega | 192 |
| Dinamarca | 186 |
| Bélgica | 158 |
| Nova Zelândia | 144 |
| Finanlândia | 121 |
| Holanda | 108 |
| Esvoláquia | 81 |
| Áustria | 73 |
| Eslovênia | 66 |
| Hungria | 52 |
| Irlanda | 48 |
| Portugal | 46 |
| Luxemburgo | 31 |
| República Tcheca | 15 |
| Estônia | 15 |
| Islândia | 8 |

Fonte: Banco Mundial (2012)

Tabela 4 – Volume financeiro total de ações negociadas em relação ao PIB dos países de alta renda membros da OCDE em 2010

| País | Volume financeiro de negócios (% PIB) |
|------------------|--|
| Estados Unidos | 209% |
| Suíça | 165% |
| Coréia do Sul | 160% |
| Reino Unido | 133% |
| Austrália | 108% |
| Espanha | 97% |
| Suécia | 96% |
| Canadá | 87% |
| Japão | 78% |
| Holanda | 76% |
| Israel | 61% |
| França | 57% |
| Noruega | 52% |
| Dinamarca | 46% |
| Alemanha | 43% |
| Finanlândia | 43% |
| Itália | 26% |
| Bélgica | 24% |
| Hungria | 21% |
| Polônia | 17% |
| Grécia | 14% |
| Portugal | 14% |
| Áustria | 13% |
| Irlanda | 8% |
| República Tcheca | 7% |
| Estônia | 2% |
| Islândia | 1% |
| Eslovênia | 1% |
| Luxemburgo | 0% |
| Esvoláquia | 0% |
| Nova Zelândia | 0% |

Fonte: Banco Mundial (2012)

Tabela 5 – Taxa de *Turnover* dos países de alta renda membros da OCDE em 2011

| País | Taxa de <i>Turnover</i> |
|------------------|--------------------------------|
| Itália | 237% |
| Coréia do Sul | 195% |
| Estados Unidos | 188% |
| Reino Unido | 138% |
| Alemanha | 135% |
| Finanlândia | 133% |
| Espanha | 129% |
| Japão | 109% |
| Suécia | 96% |
| Austrália | 94% |
| Noruega | 89% |
| Holanda | 88% |
| Suíça | 86% |
| França | 84% |
| Hungria | 84% |
| Canadá | 75% |
| Dinamarca | 73% |
| Israel | 65% |
| Polônia | 58% |
| Áustria | 52% |
| Portugal | 50% |
| Grécia | 47% |
| Irlanda | 45% |
| Bélgica | 43% |
| Nova Zelândia | 40% |
| República Tcheca | 38% |
| Islândia | 28% |
| Estônia | 13% |
| Esvoláquia | 10% |
| Eslovênia | 7% |
| Luxemburgo | 0% |

Fonte: Banco Mundial (2012)