

Universidade Estadual Paulista – Unesp
Programa de Pós-Graduação em Economia

**Esforço de Modernização do Mercado de Capitais no Brasil:
O Novo Mercado**

Dissertação apresentada ao Programa de
Pós-Graduação em Economia da Unesp
para obtenção do título de Mestre em
Economia

Candidato: Gustavo Travassos Pereira da Silva
Orientador: Professor Dr. Elton Eustáquio Casagrande

Araraquara
Agosto de 2006

Resumo

O presente trabalho tem por objetivo investigar como pode ser diferente o padrão financeiro e de financiamento entre empresas quando um ambiente com maior proteção ao investidor resultante de melhor proteção legal e melhores práticas de governança por parte das empresas passa a existir. É essa a nova perspectiva que foi instaurada no Brasil a partir de 2000, denominado de Novo Mercado contrapondo-se ao mercado tradicional de capitais, representado pelo IBOVESPA.

A comparação que propomos é entre duas amostras através de índices econômico-financeiros, na qual a primeira amostra possui firmas do Novo Mercado enquanto a segunda possui firmas do IBOVESPA. Observaremos a experiência de três países emergentes (México, Polônia e Chile) no desenvolvimento de seus mercados de capitais. Tais evidências sugerem que um ambiente de liberalização financeira e de boas práticas de governança corporativa, são capazes de influenciar positivamente o desenvolvimento e o crescimento das firmas.

Para criar o contexto da análise nos dedicamos a explorar como a estrutura financeira torna-se relevante à análise econômica e como o sistema financeiro é capaz de fomentar o desenvolvimento econômico através de intermediários mais eficientes.

Abstract

This work has the purpose of investigating how different the financial and funding pattern can be among firms when exists an environment with more investor protection resulting from better legal protection and corporate governance practices at firms. That is the new perspective in Brazil since 2000, with Novo Mercado becoming the counterpart of traditional capital markets, represented by IBOVESPA.

We propose a comparison using economic-financial indexes for two samples, the first one is formed with Novo Mercado companies, and the second one with IBOVESPA companies. We also will observe three emerging countries (Mexico, Poland and Chile) in their capital markets development. There is evidence that an environment with financial liberalization and good corporate governance practices are capable of influentiating positively the development and growth of firms.

To create the analysis context, we dedicate to explore how the financial structure became relevant in the economic analysis and how the financial system can foment economic development through more efficient intermediaries.

Sumário

Introdução	1
Capítulo 1 – Estrutura Financeira na Macroeconomia e Liberalização Financeira	4
1.1 Inserção de Aspectos Financeiros na Análise Econômica	4
1.2 Sistema Financeiro Afetando o Crescimento	10
1.3 Repressão e Liberalização Financeira	15
Capítulo 2 – Experiências Internacionais	24
2.1 Governança e o Financiamento via Dívida ou Mercado Acionário	24
2.2 Experiências Internacionais	33
Capítulo 3 – Brasil: Ambiente Legal e Novo Mercado	51
3.1 Contexto Brasileiro: Liberalização Financeira e Ambiente Legal	51
3.2 Novo Mercado e Níveis Diferenciados de Governança	57
3.3 Metodologia	63
3.4 Amostras Novo Mercado e IBOVESPA: Resultados	65
Conclusão	75
Referências Bibliográficas	78

Lista de Tabelas

Tabela 1: Títulos emitidos pelo governo federal mexicano, porcentagem do total.....	38
Tabela 2: Dados da Bolsa Mexicana:	39
Tabela 3: Tabela 3: Dívida mobiliária do governo da Polônia.....	42
Tabela 4: Capitalização dos mercados acionários polonês e tcheco, em milhões de dólares.....	45
Tabela 5: Medidas do mercado acionário chileno, % do PNB.....	49
Tabela 6: Capital levantado através da emissão de títulos nas bolsas de valores de Brasil e Chile, em milhões de dólares.....	50
Tabela 7: Amostras Novo Mercado e IBOVESPA.....	64
Tabela 8: Indicadores Econômicos da Amostra Novo Mercado, 2003-2005.....	66
Tabela 9: Indicadores Econômicos da Amostra IBOVESPA, 2003-2005.....	66
Tabela 10: Indicadores Econômicos da Amostra Novo Mercado, 2000-2002.....	67
Tabela 11: Indicadores Econômicos da Amostra IBOVESPA, 2000-2002.....	67
Tabela 12: Indicadores Financeiros da Amostra Novo Mercado, 2003-2005.....	70
Tabela 13: Indicadores Financeiros da Amostra IBOVESPA, 2003-2005.....	71
Tabela 14: Indicadores Financeiros da Amostra Novo Mercado, 2000-2002.....	72
Tabela 15: Indicadores Financeiros da Amostra IBOVESPA, 2000-2002.....	72

Lista de Gráficos e Quadros

Gráfico 1: Poupança e Investimento com Teto para Juros.....	17
Quadro 1: Regras para o Nível 2.....	61

Agradecimentos

Quero agradecer ao Prof. Elton Eustáquio Casagrande, que com sua orientação e paciência tornou o trabalho de pesquisa uma tarefa menos árdua.

Também sou grato a José Roberto Ribeiro e Alan Quilimarte, amigos do mestrado que contribuíram com sua experiência em trabalhos de governança. Paschoal Paione, Fernanda Perini e Marcos Rosalino ajudaram muito nas dúvidas sobre finanças, e Andres Rojas na obtenção de material. Muito obrigado a todos.

Agradeço Rafael Nascimento Sousa pela ajuda para que eu pudesse expressar melhor o conteúdo do trabalho, e à República Limeira por ter sido minha família nos anos de Araraquara.

Carlos Suprinyak, Cristiano Restitutti, Eduardo Becker, Guilherme Ziliotto, Vinícius de Bragança Muller, Thaís Pereira, Antonio Lazari, Marcelo Gil, Sueila Rocha, Tatiana Belanga, Sara Correa e Juliana Zucchi são meus amigos do mestrado, sou muito agradecido a todos pelo excelente convívio e contribuições ao trabalho.

Também agradeço à minha família, especialmente meu pai e minha mãe, que foram muito importantes com seu apoio durante todo o caminho da pesquisa.

Finalmente, gostaria de agradecer à CNPq pela bolsa de estudos concedida.

Abreviaturas

ADR – *American Depository Receipt*

BACEN – Banco Central do Brasil

BM&F – Bolsa de Mercadoria e Futuros

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

CC-5 – Carta Circular nº 5

CEPAL – Comissão Econômica para a América Latina e Caribe

CPMF – Contribuição Provisória sobre Movimentações Financeiras

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

FIEs – Fundos de Investimento Estrangeiros

IAS – *International Accounting Standards*

IDE – Investimento Direto Estrangeiro

IDESP - Instituto de Estudos Econômicos, Sociais e Políticos de São Paulo

IPO – *Initial Public Offering* (Oferta Pública Inicial)

ITR's – Informações Trimestrais

Lei das S. A. – Lei das Sociedades Anônimas

Nasdaq – *National Association of Securities Dealers Automated Quotations*

PIB – Produto Interno Bruto

PNB – Produto Nacional Bruto

PRONAFIDE - Programa Nacional de Financiamento para o Desenvolvimento

SBIF – Superintendência de Bancos e Instituições Financeiras (Chile)

SEC – *Securities & Exchange Commission*

US GAAP – *Generally Accepted Accounting Principles*

WFE – *World Federation of Exchange* (Federação Mundial de Bolsas de Valores)

Introdução

O mercado de capitais no Brasil sempre teve dificuldade para exercer a função a que se destina, ou seja, de se constituir numa perene fonte de financiamento de longo prazo. Contribuíram para essa situação, entre outros fatores, a economia fechada, a incerteza do ambiente jurídico, em certa medida, que permeia as relações de contratos financeiros no país e a Lei das S.A., que favorece controladores em detrimento de acionistas minoritários. A concorrência com os rendimentos dos títulos públicos colocou o custo de oportunidade em níveis muito elevados e impediu em boa medida o desenvolvimento de mercados de títulos privados.

Nesse contexto, temos como proposta de pesquisa tratar do Novo Mercado, segmento especial do mercado de capitais brasileiro instituído em 2000 numa tentativa de modernizar o mercado de capitais no Brasil e ajudá-lo superar suas limitações atraindo investidores. A inspiração para sua criação foi sucesso alcançado pela Alemanha no desenvolvimento de seu mercado de capitais após a instituição do *Neuer Markt*, em 1997 e que, já no ano de 1999, contabilizava a abertura de capital de mais de duzentas empresas, número que equivale a algo em torno de um terço de todas as empresas que abriram capital na Alemanha entre 1949 e 1999. Tal desempenho pode ser bem explicado pela constatação de que maior proteção aos acionistas minoritários geram mercados de capitais mais eficientes (Barros et al, 2000).

Aderir ao Novo Mercado implica para a firma prestar mais informações ao público do que costumam as demais empresas, submeter-se a novas regras e acatar as resoluções firmadas pela Câmara de Arbitragem em impasses quanto à interpretação das regras. Isto tudo tem um custo, porém espera-se que o resultado final seja positivo, através da melhor proteção aos acionistas minoritários, maior velocidade na superação de impasses legais e redução da assimetria de informação o que implica custo menor de financiamento.

Na Alemanha, o financiamento para investimento e expansão das empresas foi, historicamente, feito através de dívida contraída junto aos bancos. Com o *Neuer Markt*, várias empresas vislumbraram a chance de obter uma fonte alternativa de financiamento e com isso maior poder de barganha contra os bancos.

O Novo Mercado com os poucos anos de funcionamento nos permitirá um mercado de capitais eficiente no cumprimento de sua função social? O número de adesões ao Novo Mercado tenderá crescer a medida em que se reconheçam os benefícios de tal ato, assim como a dinâmica dos fatos implica que se os benefícios em termos de competitividade forem razoáveis torna-se imperioso para uma empresa de um dado setor aderir quando seus concorrentes já o fizeram. O trabalho buscará justamente analisar o comportamento do Novo Mercado com relação ao mercado tradicional da BOVESPA.

É importante destacar que o *Neuer Markt*, criado para ser a versão europeia da *Nasdaq* (Bolsa americana que negocia ações de empresas de tecnologia), e possuidor de devida fundamentação teórica para sua implantação, sucumbiu em 2002, após a dramática queda das ações de empresas, iniciada com o estouro da bolha de “ações Internet”. Pretende-se com a pesquisa validar o desempenho das empresas que aderiram ao Novo Mercado e seus Níveis. O objetivo é avaliar se há diferenças entre o comportamento das amostras. Com esta finalidade, o trabalho está estruturado da seguinte maneira: no primeiro capítulo é feita uma discussão sobre os aspectos financeiros e a sua inserção na análise econômica; em seguida mostramos como sistemas financeiros eficientes influem positivamente sobre o crescimento econômico, encerrando com a abordagem do tema da liberalização financeira e apresentando o que fundamenta a opção por liberalização ou repressão financeira com o objetivo de fornecer informações que ajudem na compreensão do segundo capítulo, que traz a experiência de três países emergentes no desenvolvimento de seus mercados de capitais, países estes que optaram por liberalização financeira e melhor proteção de seus investidores na tentativa de aperfeiçoar intermediação de recursos entre poupadores e investidores. Ainda no segundo capítulo, fazemos logo no início, uma abordagem de dois dos modelos de financiamento do desenvolvimento mais destacados na literatura econômica¹, financiamento baseado em Bancos Universais² e em Mercados de Capitais.

1 Outro modelo que ocupa destaque na literatura e não trabalhado nesta seção é o de financiamento com recursos do Estado.

2 Bancos Universais são instituições financeiras que provêm um vasto leque de serviços financeiros. São supermercados de finanças corporativas, tipicamente combinando funções usuais de bancos comerciais com subscrição e negociação de ações. Bancos Universais modernos também vendem seguros, hipotecas e fundos de investimento, geralmente através de afiliados (Fohlin, 1999).

Em países onde os Bancos Universais são as instituições predominantes do sistema financeiro, o problema de assimetria de informações é, teoricamente, suavizado pela presença de pessoas ligadas aos bancos emprestadores nos corpos diretivos das empresas, facilitando a obtenção de financiamento por parte da firma. Em tal ambiente, geralmente cada firma se relaciona com um único banco, o que lhe permite menor transparência em seus demonstrativos financeiros por ter que se reportar a apenas um grande financiador. O ponto negativo é a possibilidade das firmas tornarem-se reféns de sua instituição financiadora, que tem incentivos para extrair ganhos extras nos empréstimos feitos.

Do outro lado, nos países que fundam financiamento das empresas no mercado de capitais, a disseminação de informações ganha maior importância pelo fato de se tentar coletar recursos de diversas fontes. A dificuldade para tal modelo é que ele só se torna eficiente em um contexto de maior sofisticação legal, tanto na qualidade das leis quanto na aplicação destas.

No terceiro capítulo o ambiente jurisdicional brasileiro e sua relação com intermediação financeira são abordados, para, então, apresentarmos o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança da BOVESPA.

Encerramos com uma comparação entre empresas que aderiram às regras mais rígidas de governança e empresas que fazem parte da composição do índice IBOVESPA³ através de índices econômico-financeiros, na tentativa de observar se os fatos corroboram a hipótese de que redução na assimetria de informações e menor insegurança do investidor relativa à preservação de seus direitos melhoram a capacidade das firmas em contrair recursos junto a fontes externas.

3 O índice IBOVESPA retrata o comportamento dos principais papéis negociados na BOVESPA. É o valor atual de uma carteira teórica de ações que responde por mais de 80% do número de negócios e volume financeiro verificados no mercado a vista.

Capítulo 1 – Estrutura Financeira na Macroeconomia e Liberalização Financeira

No capítulo o objetivo é construir um suporte teórico para a compreensão da estrutura financeira, e de sua importância para o desenvolvimento. Iniciamos com a demonstração de como os aspectos financeiros ganharam seu espaço dentro da macroeconomia para em seguida analisarmos movimentos recentes, como a liberalização financeira e o surgimento da governança corporativa.

1.1 Inserção de Aspectos Financeiros na Análise Econômica

Na macroeconomia há uma literatura (keynesiana) que busca demonstrar a relevância da estrutura financeira e em particular das condições de crédito para explicar as flutuações econômicas. De maneira geral é um contraponto à visão clássica e novo clássica, que partem do sistema financeiro em condições de mercados organizados em concorrência perfeita, com funcionamento adequado o suficiente para que se possa dispensá-lo da análise, dando ênfase à moeda como a responsável pelas flutuações (Gertler, 1988).

Fischer (1988) afirma que a macroeconomia revisou tardiamente a importância da economia financeira para a economia real. Comentando o clássico de Harry Johnson (1962), e Barro & Fischer (1976), tentativas de revisar a evolução da macroeconomia, ele observou que tais textos tratam basicamente de economia monetária.

Barro e Fischer (1976) dividem o texto em sete tópicos, sendo que em quatro deles o enfoque é sobre a moeda (sua função demanda, relação com inflação, quantidade ótima, microfundamentos); e dada a grande repercussão após Lucas (1973), há um tópico dedicado às expectativas racionais e suas aplicações nos modelos monetários.

Mesmo em Fischer (1988), o enfoque dado às condições de crédito é pequeno com estas aparecendo somente em uma seção composta por desenvolvimentos recentes da macroeconomia à época.

Apesar de sua incorporação tardia na reflexão da macroeconomia, a crença de que aspectos financeiros têm impacto no produto não é tão recente. No período da Grande Depressão Fisher (1933) creditou à má performance dos mercados financeiros a rápida

queda do produto; sua famosa “história da deflação da dívida” descreve como o fato da classe tomadora de empréstimos estar excessivamente alavancada, como consequência do período de grande prosperidade antes de outubro de 1929, ajudou a aprofundar a crise. A deflação decorrente após uma queda no nível de atividade redistribuiu riqueza entre as classes emprestadora e tomadora em prejuízo desta última, levando-os a cortar despesas correntes e futuras, acentuando a perda de ritmo da economia, o que por sua vez gerou nova deflação e aumentou a espiral descendente.

A Revolução Keynesiana, surgida logo a seguir e seu uso da teoria da preferência pela liquidez onde a moeda tem grande importância deixou a observação de aspectos financeiros em segundo plano (Gertler, 1988). Todavia, o próprio Keynes acreditava que fatores financeiros eram importantes, o que não foi levado adiante pelos seus seguidores. Interessante notar, que já em sua Teoria Geral, o “estado de confiança” de tomadores e financiadores desempenha papel central em sua teoria do investimento, porém Keynes olha apenas aspectos psicológicos, que de acordo com parte da literatura atual (expectativas racionais), deverão ser influenciados após observação de dados como patrimônio líquido, bom histórico de pagamento dos compromissos, dívidas, ativos e outros dados financeiros.

Gurley and Shaw (1955) lideraram uma tentativa de colocar os aspectos financeiros em local de destaque para entender as flutuações no produto e investimento. Sua característica marcante foi a ênfase na intermediação financeira, idéia que foi incorporada por teorias mais modernas que tratam a interação real/financeira.

Logo em seguida à Gurley and Shaw (1955), Modigliani e Miller (1958) apresentaram o Teorema que ficou conhecido como Modigliani-Miller (MM), que demonstrava as decisões reais não sendo afetadas pela estrutura financeira. Sua elegância estava assentada em supor um ambiente Arrow-Debreu⁴, e os instrumentos disponíveis à época não permitiam aos seus adversários formularem algo com o mesmo rigor formal. O Teorema MM foi a base sobre onde ergueu-se a Teoria Neoclássica do Investimento.

4 No modelo Arrow-Debreu os vários mercados existentes em uma economia se equilibram com nenhum excesso de demanda ou oferta. Duas hipóteses são centrais para esta formulação: 1) existe um equilíbrio competitivo se todos os agentes possuem alguma quantidade de cada bem que pode ser vendido no mercado; 2) os recursos de trabalho existentes são capazes de serem usados na produção dos bens e serviços desejados.

A preocupação com a moeda ganhou mais ímpeto ainda após o trabalho de Friedman e Schwartz (1963), que observava a relação histórica entre moeda e produto (alta, segundo o estudo), relação esta que viria a ser a plataforma de apoio da construção da Teoria Monetarista. O impacto deste trabalho colocou a análise de fatores financeiros para determinação do produto em posição secundária.

Os anos 70 foram particularmente difíceis para as teorias que creditavam aos aspectos financeiros uma grande importância para o comportamento da economia. Dada a revolução iniciada por Friedman (1968) e Phelps (1967) e mais tarde Lucas, a predominância da fundamentação microeconômica da macroeconomia e a hipótese das expectativas racionais deixaram à margem as abordagens baseadas nas relações financeiras.

Uma contrariedade nesses anos foi a revolução metodológica na macroeconomia que resultou em ênfase na derivação de modelos a partir da otimização individual, o que demandava a hipótese de agente representativo. Tal exigência dificultava sobremaneira a análise considerando aspectos financeiros porque tais modelos dependem da hipótese de informação imperfeita que necessita da introdução de heterogeneidade entre os agentes. À época, as técnicas requeridas para a tarefa de derivar um modelo usando agentes heterogêneos ainda não estavam adequadamente desenvolvidas (Gertler 1988).

Outro fato neste período foi o uso de autorregressões vetoriais para analisar séries macroeconômicas. Liderados por Sims (1972), pesquisadores obtiveram resultados que lhes permitiam afirmar ser possível prever flutuações no produto olhando-se o comportamento passado da moeda.

Desenvolvendo a importância da estrutura financeira, Minsky (1975) procurou demonstrar que as relações entre tomadores e emprestadores eram cruciais para a flutuação econômica. Na verdade, Minsky demonstrou que as relações financeiras engendram as condições que levam o sistema econômico à instabilidade frente as noções de risco de tomador e prestador.

A economia é enxergada por Minsky através das lentes de seu “Paradigma Wall Street”, onde o mercado financeiro leva adiante as obrigações acumuladas de todas as decisões de investimento passadas e se torna o condutor através do qual expectativas frustradas transmitem instabilidade para a economia como um todo.

O pleno emprego para Minsky, seria apenas um momento transitório em um ciclo, levando ao superaquecimento e aumento na fragilidade financeira. A dinâmica do ciclo seria determinada pelas expectativas das firmas e das instituições emprestadoras. Em uma recuperação econômica, com os lucros crescendo e excedendo as expectativas ainda baixas devido à memória da recessão, o *animal spirits* seria acionado, pressionando mesmo as firmas mais cautelosas, a se tornarem altamente propensas a tomar emprestado para perseguir oportunidades de investimento e não vê-los serem aproveitados por seus competidores. Com o pleno emprego atingido, expectativas eufóricas se estabelecem e a taxa de crescimento da dívida excede a dos lucros, com as oportunidades de lucros ficando limitadas pela restrição do crescimento de produtividade, tornando a estrutura financeira cada vez mais frágil. Essa fragilidade tornaria a economia menos capaz de absorver choques, e estes teriam então maior força para induzir crises financeiras e deflação⁵ (Dymski e Pollin in Fazzari e Papadimitriou 1991).

Em 1978, Mishkin iniciou uma série de trabalhos que trouxeram novamente a atenção para aspectos financeiros. Em seu “*The Household Balance Sheet and the Great Depression*”, Mishkin concluiu que o comportamento das posições financeiras dos agentes tinha grande influência em sua demanda de consumo. Bernanke (1983), investigando a importância relativa de fatores financeiros e monetários na Grande Depressão pôde concluir que o colapso do sistema financeiro foi um importante fator na profundidade e persistência da inflação. E, começando com o próprio Sims (1980) e Litterman & Weiss (1985), alguns estudos reexaminaram a relação entre moeda e produto, e chegaram à conclusão de que é muito difícil fazer qualquer inferência usando autorregressão vetorial nos moldes de Sims (1972).

Greenwald e Stiglitz (1988) comparando o poder de três teorias – novo clássica, keynesiana tradicional e novo keynesiana – na explicação de fatos estilizados dos mercados de bens, capitais (flutuações no investimento) e trabalho, chegaram à conclusão de que um modelo novo keynesiano⁶ assentado em restrição da firma quanto a possibilidade de emitir

5 As instituições emprestadoras desempenham papel ativo no ciclo, pois também têm suas expectativas elevadas durante a recuperação econômica, geralmente continuando a fazer empréstimos requisitados por grandes clientes solventes, alimentando a euforia do sistema. (Dymski e Pollin in Fazzari 1991).

6 Em seu trabalho, Greenwald e Stiglitz (1988) consideraram como exemplar dos novo clássicos uma versão do modelo de ciclos reais de negócios (RBC) e para os keynesianos tradicionais tomaram uma variante dos modelos apresentado por Fischer (1977) e Taylor (1980) que usam a hipótese de rigidez do

ações em um ambiente de informação imperfeita mais a hipótese de salário eficiência, seria capaz de proporcionar melhores explicações acerca do comportamento macroeconômico em relação às duas outras teorias, permitindo inferir que a qualidade do equilíbrio financeiro das firmas atua influenciando a dinâmica das flutuações econômicas.

Teoria Quantitativa e Estrutura Financeira

Para falar sobre a importância da moeda na determinação do produto, o modelo da teoria quantitativa mais puro foi o escolhido, e a justificativa para esta opção é encontrada no grande impacto alcançado por Friedman e seus seguidores no mundo acadêmico.

De acordo com a teoria quantitativa, mudanças no estoque de moeda são reconhecidas como o fator predominante, embora não único, na explicação de mudanças no produto.

“Assume-se a hipótese de que os indivíduos são maximizadores de utilidade e irão realocar sua riqueza entre diferentes ativos quando as taxas marginais de retorno não forem iguais. Suponha então um aumento da oferta de moeda (compra de títulos pelas autoridades monetárias), como consequência a taxa marginal de retorno por reter moeda irá diminuir. Então os indivíduos passam a trocar moeda por outros ativos, reais (duráveis por exemplo) e financeiros, que terão seus preços aumentados até que um novo equilíbrio de portfolio seja alcançado, onde novamente as taxas marginais de retorno serão iguais” (Snowdon e Vane, 1994, p. 139-140).

Nesse processo de troca de moeda por outros ativos, entre eles reais, há um impacto positivo sobre o produto. Subjacente a este raciocínio está a idéia de que em um esquema IS-LM⁷, teríamos uma curva IS pouco inclinada e uma LM bem inclinada, contrastando com a visão Keynesiana ortodoxa, fato que permite a política monetária dominar a política fiscal.

Passemos agora à noção de que a estrutura financeira tem papel importante na determinação do produto. A idéia é ilustrada recorrendo-se a dois tópicos que ocupam lugar de destaque na literatura corrente sobre o tema: assimetria de informação e o papel dos intermediários, que ajudam a mitigar o problema trazido pelo primeiro.

salário nominal.

7 No referencial teórico IS-LM, muito usado na macroeconomia, a curva IS é formada por todos os pontos em que combinações de um nível do produto com um patamar de taxa de juros estão associados com equilíbrio no mercado de bens; enquanto o conceito de LM é equivalente ao de IS, com a diferença que o equilíbrio está no mercado de moeda.

O trabalho de Jafee e Russel (1976), embora um tanto antigo, ilustra bem como a assimetria de informações é capaz de induzir racionamento de crédito. Jafee e Russel assumem que a probabilidade de *default*⁸ é diferente entre os tomadores devido a fatores que os emprestadores não podem observar e essa probabilidade cresce à medida que o tamanho do empréstimo aumenta. Como não é possível saber antes de celebrar o contrato quem é bom ou mal pagador, a taxa de juros do mercado incorpora um prêmio para que os emprestadores, como um seguro, consigam se proteger de eventuais *defaults* (problema similar ao que acontece no Brasil tratando-se de crédito para consumo). Como consequência, bons pagadores têm de pagar a mesma taxa de juros que os mal pagadores. O racionamento de crédito pode então surgir na forma de restrições ao tamanho do crédito: bons pagadores podem preferir as restrições porque o menor tamanho do empréstimo pode reduzir a probabilidade média de default do mercado, reduzindo o prêmio pelo risco; e os mal tomadores têm então de seguir os bons para não se revelar (Gertler 1988, pg 569).

O papel dos intermediários é rica fonte de pesquisa para quem acredita ser a saúde financeira importante para o bom funcionamento da economia. Como intermediários podemos considerar as instituições capazes de fazer fluir capital monetário de poupadores para investidores. E a necessidade de se preocupar com intermediários começou a ser tornar mais evidente a partir do trabalho de Gurley e Shaw (1955) em que, fazendo comparações entre países desenvolvidos e subdesenvolvidos (implicando mercados de crédito desenvolvidos ou não), puderam afirmar que os intermediários financeiros são importantes para melhorar a eficiência de trocas intertemporais, o que acaba repercutindo na atividade econômica. Segundo Gurley e Shaw, a “capacidade financeira”, definida como a habilidade de contrair mais dívida (empréstimos) sem comprometer gastos correntes e futuros, seria muito importante para determinar a demanda agregada. Em um ambiente onde os intermediários operam bem, eles seriam capazes de melhorar a capacidade financeira das empresas.

Um trabalho interessante nessa linha de pesquisa é o de Boyd e Prescott (1986) que enfatiza o papel dos intermediários na avaliação de projetos e na minimização dos problemas gerados por assimetria de informação. Ao considerar um ambiente onde cada indivíduo começa com uma dada dotação de capital e um projeto (que pode ser bom ou

8 Não pagamento da dívida.

ruim), Boyd e Prescott concluíram que coalizões entre os intermediadores surgiriam endogenamente, permitindo-lhes melhor identificar os tomadores, de maneira que aqueles com projetos ruins se tornariam poupadores e os com bons projetos se tornariam investidores.

Outras linhas de pesquisa quanto intermediação financeira se referem a contratos ótimos que reduzam o incentivo para a má administração de projetos, regulação do sistema financeiro (*laissez-faire* X regulação) e como a política monetária pode ser mais eficiente considerando a sua situação.

1.2 Sistema Financeiro Afetando o Crescimento

Discutindo-se sobre a importância do sistema financeiro para o crescimento econômico de um país, os economistas não chegam a um consenso.

Existe um corpo de pesquisa que tem obtido resultados e evidências no sentido de comprovar que o desenvolvimento dos mercados financeiros e instituições é parte crítica do processo de crescimento econômico, com pesquisas onde encontra-se evidência que o nível de desenvolvimento financeiro seria um previsor para as taxas de crescimento e acumulação de capital (ver Levine & Zervos, 1998).

As opiniões quanto ao tema divergem, temos Hicks (1969) argumentando que o sistema financeiro teve papel central no processo de industrialização da Inglaterra; Gerschenkron diria o mesmo em relação aos bancos universais e a acumulação de capital alemã no final do século XIX. Para Schumpeter (1912), os bancos ao apresentar melhores condições de identificar e financiar os empresários com maiores chances de implantar produtos novos e sobreviver, seriam capazes de estimular a inovação tecnológica. De outro lado, temos Joan Robinson (1952), para quem o crescimento econômico seria o agente líder, fazendo com que diferentes arranjos financeiros fossem gerados a partir de demandas criadas justamente pelo processo de desenvolvimento econômico, visão esta que inverte a relação causal anterior, onde o fortalecimento de instituições financeiras seria um dos fatores determinando o crescimento. Há ainda outros como Lucas (1988) para quem a

relação aspectos financeiros/crescimento não seria importante e que os demais autores tendem a supervalorizar esta relação.

No presente trabalho, parte-se da hipótese de que aspectos financeiros, tais como instituições e intermediários fortes assim como o valor líquido das empresas e suas condições de balanço são fatores importantes na determinação do crescimento econômico e acumulação de capital.

Funções do Sistema Financeiro

Em um contexto idealizado por Arrow-Debreu, com nenhum custo para adquirir informação ou processar transações não é necessária a presença de um sistema financeiro, porém sabemos não ser exatamente esta a situação que nos deparamos na realidade.

Justamente pela natureza do contrato de dívida ou de emissão de títulos onde a assimetria de informação é fator chave, encontra-se a justificativa para que analisemos a situação sob um ponto de vista que adicione problemas de informação e custos de transação.

Em Ross Levine (1997), os mercados financeiros e intermediários, devido a sua vantagem comparativa no exercício de algumas tarefas seriam capazes de amenizar os problemas mencionados.

*“Especificamente, sistemas financeiros são capazes de
-Facilitar a troca, diversificação, divisão e proteção do risco,
-alocar recursos,
-monitorar administradores e,
-mobilizar poupanças” (Levine, 1997, pág. 691).*

Sabendo-se quais as funções dos sistemas financeiros, devemos agora, mostrar como a provisão de tais funções é útil na melhora da performance de uma economia.

Olhando o sistema financeiro como fonte de melhora da maneira de trabalhar o risco, observaremos apenas o risco de liquidez dentre os diversos tipos de risco associados ao investimento. Liquidez é a facilidade e velocidade com que os agentes podem trocar

seus ativos por meio de pagamento no caso de necessidade ou busca de outro ativo. O risco de liquidez seria então o risco de não se conseguir trocar ativos por poder de compra de maneira rápida e sem custos extras, risco este surgido de problemas informacionais e custos de transação. Devido ao risco de liquidez, é mais provável que os agentes prefiram investimentos de curta maturação, pois assim podem reaver rapidamente o seu capital invertido. Acontece que alguns investimentos de maior retorno possuem longo período de maturação, o que pode desencorajar inversões socialmente ótimas. Nesse caso, bancos e instituições financeiras, com sua capacidade de transformar ativos ilíquidos em ativos líquidos - diga-se depósitos à vista ou à curto prazo e escolher uma combinação entre seus ativos líquidos e ilíquidos que diminuam o risco de liquidez - são capazes de fazer com que exista oferta de capital para os investimentos de maior maturação (Diamond & Dybvig, 1983).

Outro fator importante é a existência de mercados financeiros secundários⁹ para determinados tipos de ativos, pois tais mercados geram liquidez para transações envolvendo papéis que representam propriedade de dívida ou ações de empresas que em algum momento necessitaram de capital, capital este que foi levantado em um mercado primário. Em relação ao crescimento, a liquidez para empreendimentos de maior prazo é vital, pois muitos dos investimentos geradores de ganhos de tecnologia são de maturação maior.

Olhemos agora o aspecto da alocação de recursos, que significa a capacidade dos agentes tomados individualmente ou em conjunto canalizar seu capital financeiro para os projetos com maior possibilidade de retorno.

É muito custoso para os agentes se considerados individualmente, coletar e processar informações sobre as oportunidades de investimento. Isso por causa de tempo disponível, habilidade, meios ou recursos; e os poupadores geralmente estarão pouco propensos a se aventurar em empreendimentos sobre os quais tenham pouca informação.

9 Mercado primário é o nome dado aos mercados onde a primeira emissão da empresa acontece. A empresa levanta recursos ao emitir ações que serão vendidas no mercado primário, essas ações representam um investimento financeiro para o comprador que, pode vendê-las posteriormente no mercado secundário. As transações no mercado secundário não geram recursos para a empresa, mas a existência deste mercado torna as ações atrativas e facilitam o investimento real ao garantir que haverá mercado para o comprador da emissão primária vender as ações (Alexander, Bailey e Sharpe, 1995).

Na ausência de intermediários, cada possível investidor teria de pagar um custo fixo muito alto para obter informações. Este custo de adquirir informação cria os incentivos para o surgimento de intermediários financeiros para realizar a tarefa de coletar e processar informações (Diamond 1984; Boyd & Prescott 1986). Os intermediários, por trabalharem com uma grande escala de poupadores e demandantes de capital, são capazes de obter lucro através da coleta e processamento de informações, o que lhes possibilita economia nos gastos e prover uma melhor alocação de recursos. A implicação para o crescimento é que intermediários financeiros e mercados que melhor selecionam firmas e empreendimentos conseguiriam uma melhor alocação de recursos e, portanto, crescimento mais rápido (Greenwood & Jovanovic, 1990).

Todavia, existe debate quanto aos possíveis ganhos de se obter informação à medida em que os mercados se tornam mais líquidos e eficientes, pois quanto maior a eficiência de um mercado, mais informações estariam contidas no preço de um ativo, e dada a natureza de bem público das cotações de mercado, haveria um incentivo para os coletores de informação não despendem tanto gasto em tais atividades.

Contratos financeiros, mercados e intermediários podem surgir para amenizar custos de monitoramento. Assumindo que há um custo para o investidor externo à firma verificar a taxa de retorno de um dado projeto e que existe incentivos para quem está dentro da firma não ser totalmente transparente quanto aos retornos deste projeto, e estivessem ausentes arranjos financeiros e contratos capazes de impelir os administradores à atuarem no melhor interesse dos proprietários (detentores de ações) e emprestadores, existiriam então importantes obstáculos ao fluxo de poupança para investimentos lucrativos (Stiglitz e Weiss, 1981).

Tal situação tornaria possível o surgimento de mercados, contratos e intermediários para mitigar os problemas de informação mencionados.

No caso de “verificação de estado custosa”¹⁰, uma importante referência é o trabalho de Townsend (1979), para quem o contrato ótimo é um contrato de dívida onde haveria um taxa de juros de equilíbrio r a ser paga no caso do projeto obter retornos suficientemente

10 O problema do agente/principal surge quando não é possível àquele que tem interesse direto em uma situação (principal) e delega a outro (agente) o poder de agir em seu nome, não consegue observar se detentor do poder de ação o faz no melhor de seu interesse. Quando existe um custo para averiguar o comportamento do detentor do poder de agir, temos “verificação de estado custosa”.

altos, e, caso contrário, o tomador não pagaria o retorno e o prestador caberiam os custos de monitoração para verificar os retornos. Estes custos de verificação podem atrapalhar as decisões de investimento e debilitar o desempenho econômico, pois prestadores restringiriam o capital necessário à firma porque quanto maior a alavancagem maiores seriam os riscos de default e maiores os gastos de verificação. Neste caso, colateral (garantia dada pela firma em caso de default) pode diminuir os obstáculos a investimentos eficientes (Williamson, 1987; Bernanke & Gertler, 1990).

Além de contratos particulares, intermediários podem reduzir ainda mais custos de informações através da delegação de monitoramento, já que isto implica em uma redução dos custos agregados de monitoramento porque o tomador é monitorado pelo intermediário e não por todos poupadores. Porém aqui teríamos o problema de quem irá monitorar o monitor. A resposta vem da habilidade dos intermediários em manter uma carteira de ativos bem diversificada capaz de reduzir riscos associados à *defaults*; e a verificação de que tal carteira é suficientemente diversificada não é difícil para os poupadores, então os intermediários estariam bem preparados para cumprir a promessa de pagar retornos aos depósitos. Indo um pouco além, quando as relações de longo prazo entre firmas e intermediários se tornam sólidas, os custos de adquirir informação podem cair ainda mais.

Última função do sistema financeiro no estímulo ao crescimento que trataremos, a mobilização de poupança envolve a aglomeração de capital de diversos poupadores para o investimento. Para sua viabilidade é necessária a criação de instrumentos de pequena denominação, caso contrário, cada poupador que quisesse investir se veria obrigado a comprar firmas inteiras. Além disso, mobilização envolve custos de transação associados à coleta de poupança de diferentes indivíduos e da dificuldade em fazê-los acreditar na solidez do negócio. Mercados financeiros e intermediários estão em vantagem comparativa para superar estas restrições, podendo afetar o desenvolvimento econômico ao alocar melhor os recursos coletados, o que estimula a inovação tecnológica (Levine, 1997).

1.3 Repressão e Liberalização Financeira

Para uma melhor apreciação de como o ambiente institucional financeiro afeta as relações econômicas é necessário, uma apresentação teórica de duas visões concorrentes, que ilustram muitos aspectos do debate. Embora sejam situações puras de um determinado arranjo, a situação com que nos deparamos na realidade é na verdade um misto das duas posições. Um melhor conhecimento teórico nos ajuda a compreender melhor a realidade.

De um lado temos os que defendem repressão financeira, modelo muito empregado por países em desenvolvimento nas décadas de 1960 e 1970 na tentativa de aumentar a arrecadação e canalizar investimentos para setores considerados prioritários em seus programas; do outro lado estão os que defendem reformas liberalizantes como melhor arranjo do sistema financeiro na tarefa de contribuir para a aceleração do crescimento, surgidos através dos trabalhos pioneiros de McKinnon (1973) e Shaw (1973) que dominaram desde então o aconselhamento político dado pelo Banco Mundial a países em desenvolvimento. Devemos agora, definir melhor estas duas posições divergentes.

Repressão Financeira

Tendo como funções básicas de qualquer sistema financeiro a administração do sistema de pagamentos de um país e intermediação dos fundos entre poupadores e investidores, a típica repressão financeira é caracterizada por: a) sistema financeiro pesadamente taxado, principalmente através de inflação e/ou altas reservas requeridas, sendo o banco central o coletor das taxas, e b) estabelecimento de teto para taxas de juros sobre depósitos e empréstimos (Fry 1988).

Uma justificativa teórica para o uso da repressão financeira pode ser encontrada já nos escritos de Keynes. Para Keynes, os indivíduos teriam três motivos para reter moeda: transação, precaução e especulação; e em seu modelo, apenas dois ativos poderiam ser possuídos pelos agentes, moeda e títulos de dívida pública. Considerando que o incentivo para reter moeda para especulação em oposição aos títulos é maior quanto menor a taxa de juros, porque neste caso o indivíduo espera que o próximo movimento na taxa de juros seja de aumento, tornando mais valioso o dinheiro que ele reteve na forma de moeda, poderíamos chegar a uma situação em que as taxas de juros estariam tão baixas que todos

indivíduos teriam as mesmas expectativas quanto ao seu movimento (convergência de expectativas, neste caso de alta), então estaríamos diante de uma armadilha de liquidez.

Na armadilha de liquidez, com todas as expectativas quanto ao movimento da taxa de juros convergindo, qualquer aumento da oferta de moeda feito pelo banco central seria totalmente absorvido pelos agentes, tornando a política monetária incapaz de influenciar a taxa de juros através de mudanças na oferta monetária, em tal situação estaria estabelecido um piso para a taxa de juros.

O estabelecimento de um piso para a taxa de juros tem uma implicação importante para o nível de equilíbrio do produto de uma economia no modelo Keynesiano simples. Supondo que a armadilha de liquidez estabeleça um piso para a taxa de juros acima do nível condizente com o de equilíbrio entre poupança e investimento, com excesso de poupança planejada em relação ao investimento planejado, o desequilíbrio é resolvido com uma queda na renda, que por sua vez reduzirá a poupança.

Todavia, Keynes reconhece um mecanismo de ajuste alternativo para este problema por meio de uma mudança nos retornos relativos dos dois ativos competidores entre si. Se o nível de preços é fixo, as expectativas quanto ao nível futuro de preços são estáticas; uma política monetária expansionista poderia reduzir a taxa de juros e ao mesmo tempo satisfazer o aumento na preferência pela liquidez (possuir moeda) se houvesse um teto para a taxa de juros imposto pelas autoridades. O investimento poderia ser estimulado pela taxa de juros mais baixa imposta, desde que o governo perseguisse uma política monetária acomodativa. Essa solução keynesiana é muito atraente, porém não considera as conseqüências inflacionárias de tal expansão ou acomodação.

McKinnon e Shaw

Embora o pensamento liberal para com as finanças possa ser localizado desde o século XVIII em autores ilustres como, Smith (1776), e Schumpeter (1912), nos sessenta anos seguintes a I GM tais idéias não encontraram muito espaço. McKinnon (1973) e Shaw (1973) desafiaram a posição teórica dominante à época, ao apresentarem modelos onde liberalização e desenvolvimento financeiro acelerariam o crescimento econômico,

extraindo suporte empírico para suas recomendações a partir das reformas financeiras de Taiwan e Coréia nos anos 1950 e 1960 (Fry 1988).

Reformas de liberalização financeira são mudanças no sentido de deixar os fluxos de capitais serem transacionados de forma mais livre, com o governo não taxando pesadamente o setor financeiro e as taxas de juros sendo estabelecidas pelos agentes sem que exista um teto estipulado pelo governo para o seu nível.

As características básicas dos modelos de Mckinnon e Shaw podem ser extraídas do gráfico 1. A poupança S_{g0} a uma taxa de crescimento g_0 é uma função positiva da taxa de juros real e a linha RF representa repressão financeira através de uma taxa nominal de juros fixa administrada pelas autoridades abaixo do nível de equilíbrio. O investimento efetivo está limitado à I_0 , relativo à poupança vinda da taxa de juros r_0 .

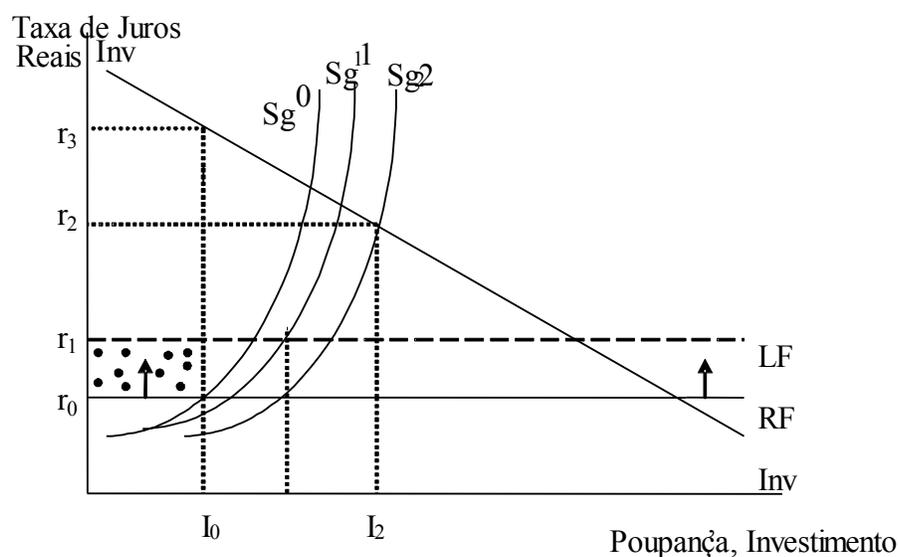


Gráfico 1: Poupança e Investimento com Teto para Juros

Em repressão financeira a eficiência média do investimento será reduzida dado que investimentos com menores retornos se tornam lucrativos em tais condições, com tomadores que em outras circunstâncias não fariam empréstimos agora entrando no mercado, possivelmente trazendo seleção adversa em termos de bem estar.

Prêmios pelo risco que não podem ser cobrados quando a taxa de juros é arbitrariamente estabelecida baixa podem inibir as instituições financeiras de emprestar

para projetos com alto retorno potencial associados a riscos maiores. Nas economias com repressão financeira há então uma tendência para que sejam feitos investimentos com retornos pouco acima do teto da taxa de juros, representados no gráfico 1 pelos pontos entre as linhas RF e LF .

Os efeitos positivos de se seguir um programa de liberalização financeira onde a taxa de juros teria um aumento em direção ao seu nível de equilíbrio podem ser capturados pelo gráfico 1 ao permitirmos que o teto para os juros subam de RF para LF , tendo como resultado o aumento da poupança e investimento. Após o aumento dos juros, os investimentos de baixo retorno representados pelos pontos abaixo de LF deixam de ser lucrativos, melhorando a eficiência do investimento. Neste processo a taxa de crescimento econômico aumentaria fazendo com que a curva de poupança se deslocasse para $Sg1$ e depois para $Sg2$, onde chegaríamos ao equilíbrio com igualdade entre as taxas de juros para depósitos e para empréstimos em r_2 e maior crescimento.

Após os trabalhos pioneiros de Mckinnon e Shaw, surgiram novos trabalhos procurando dar ênfase aos benefícios da liberalização e desenvolvimento financeiro. Da primeira geração destes trabalhos onde o elemento comum é a hipótese da demanda por moeda ser função da taxa de juros real por depósito ($d - \pi^e$), os autores que apresentaram modelos mais elaborados foram Kapur e Mathieson (Fry 1988).

Em Kapur (1976) o capital se divide em capital fixo e capital circulante, sendo que o capital fixo não é totalmente utilizado, tornando o capital circulante, a restrição para o nível de produto. Os bancos financiam adições líquidas ao capital circulante e também uma fração θ do custo de reposição para o desgaste do estoque de capital. No período seguinte os tomadores devem pagar apenas a fração θ dos empréstimos usados para financiar a reposição das agora desgastadas adições líquidas de capital circulante do período anterior.

Inserindo hipóteses quanto ao estoque de moeda da economia e usando uma variação da função demanda por moeda de Cagan, o modelo de Kapur tem duas fontes de ajustamento dinâmico: expectativas adaptativas da inflação e desequilíbrio do mercado de moedas (usa curva de Phillips aumentada de expectativas). Neste modelo, liberalização financeira (sistema bancário competitivo e abolição de teto para juros) produz o resultado

ótimo no sentido de maximização da taxa de crescimento econômico real máxima (Fry, 1980).

O outro destaque da primeira geração de modelos usando a estrutura McKinnon-Shaw é estabelecido por Mathieson (1980), usando a mesma função de produção (Harrod-Domar) de Kapur e a hipótese de taxa fixa de capital circulante em relação ao total de capital utilizado. Mathieson elabora funções para a demanda real por empréstimos e para a taxa de acumulação de capital das firmas através de seu comportamento de poupança, de onde deriva a função para a taxa de crescimento econômico. A taxa de juros para depósito no estado estacionário é determinada usando suas equações de demanda para empréstimo e oferta de empréstimos sob hipótese de sistema bancário competitivo e sem custos.

As fontes de ajustamento dinâmico para Mathieson (1980) são expectativas adaptativas da taxa de inflação e estoque de empréstimos bancários com taxas de juros fixas, assumindo que as taxas de juros de empréstimos são fixas até o pagamento final do empréstimo.

A moeda neste modelo é neutra no estado estacionário se for possível deixar as taxas de juros para depósitos e para empréstimos livres para atingir seus níveis de equilíbrio em conjunto com nenhuma imposição quanto a reservas ou juros competitivos sendo pagos a reservas requeridas. Tanto Kapur quanto Mathieson prevêm que reformas de liberalização financeira irão aumentar os gastos com investimento e com isso acelerar a taxa de crescimento econômico, todavia a evidência empírica traz resultados muito mais fortes no sentido de melhora na qualidade dos gastos, aumento da eficiência dos investimentos.

Neoestruturalistas

Com trabalhos publicados nos anos 1980, os neoestruturalistas fizeram um ataque à escola McKinnon-Shaw. Seus autores mais representativos foram Buffie (1984), Kohsaka (1984), Taylor (1983) e van Wijnbergen (1982, 1983), com os empresários em seus modelos usando uma estrutura *markup* para precificar bens, assim como inflação de custos

e mecanismos de ajustamento keynesianos para prever resultados contrários a McKinnon e Shaw no processo de liberalização financeira (Fry 1988).

Segundo esta escola, a taxa de juros é determinada em um mercado informal de crédito e se ajusta para equilibrar a demanda e oferta de moeda e crédito, e a renda se ajusta para equilibrar o mercado de bens. O mercado informal de crédito seria mais ágil e competitivo que o mercado institucional, pois não estando sujeito a manter reservas obrigatórias poderia emprestar à proporção um pra um os fundos que possuem. Outra hipótese é que os fundos fluem livremente entre os mercados informal e institucional.

Suas hipóteses básicas que os fazem diferir de modelos McKinnon-Shaw são: 1) salários são determinados institucionalmente ou através de conflito de classes; 2) inflação é determinada pelo poder relativo de capitalistas e trabalhadores; 3) a poupança é gerada apenas a partir do lucro, nunca dos salários; 4) o nível de preços é determinado pelos *markups* de custos; 5) países em desenvolvimento têm uma necessidade crítica de importações de bens de capital e intermediários (Taylor 1983 apud Fry 1988).

Van Wijnbergen (1982, 1983), um dos autores neoestruturalistas mais proeminentes usa para escolha de portfolio dos indivíduos o aparato descrito por Tobin, com os agentes podendo reter três tipos de ativos: moeda (*currency*), depósitos à prazo d e empréstimos diretos ao setor produtivo através do mercado informal de crédito.

A base monetária consiste de moeda em circulação e reservas que os bancos mantêm para fazer frente às corridas de saque, com a taxa de juros para empréstimos bancários sendo fixada pelo governo abaixo do nível de equilíbrio e o mercado informal tendo liberdade para encontrar uma taxa de juros de equilíbrio.

Ao analisar os efeitos de liberalização financeira, van Wijnbergen observa o que ocorreria no caso de um aumento nas taxas pagas pelos bancos aos depósitos a prazo. Em seu modelo, o mercado de bens não é afetado por tal situação, porém os mercados de moeda e crédito estariam sujeitos a dois efeitos: primeiro, uma taxa de juros maior para depósitos aumenta a demanda por moeda; segundo, a substituição nos portfolios dos indivíduos, de moeda em circulação (*currency*) por depósitos a prazo aumenta a oferta de moeda, pois no modelo o multiplicador de oferta monetária aumenta após uma queda na relação moeda circulante/depósitos.

Dados estes dois efeitos, o resultado final dependerá das elasticidades das demandas por moeda em circulação e, por ativos do mercado informal relativos a mudanças na taxa de juros para depósitos. No mercado informal os fundos são repassados na proporção um pra um, enquanto no setor institucional de intermediação existe a necessidade de manter uma fração dos depósitos como reservas, portanto se, após a mudança, os agentes substituem em seus portfolios principalmente empréstimos no mercado informal por depósitos à prazo, o total de oferta de fundos para o setor produtivo diminuirá, levando à queda no produto se este for o efeito dominante. Por outro lado, se os agentes mudam de moeda circulante para depósitos à prazo após um aumento na taxa destes últimos, então a oferta total de fundos disponíveis para investimento aumenta e a taxa no mercado informal cai possibilitando crescimento do produto.

O pessimismo de van Wijnbergen quanto aos efeitos de uma liberalização financeira se justifica pela sua expectativa de que os depósitos a prazo, após um aumento nos juros que pagam, atrairão principalmente fundos que antes eram destinados a empréstimos via mercado informal na nova composição dos portfolios dos agentes, causando queda dos recursos disponíveis para investimento e aumento dos juros cobrados pelo mercado informal de crédito.

Taylor (1983) também considera os efeitos de um aumento na taxa juros para depósitos em sua análise dos benefícios e problemas de uma liberalização financeira. Em seu modelo os agentes têm a opção de reter ativos na forma de ouro, depósitos à vista e empréstimos ao setor produtivo via mercado informal de crédito.

Os resultados finais de seu modelo podem ser dois (estagflação ou crescimento), Taylor, porém, acredita que:

“Uma parte de cada novo depósito nos bancos comerciais irá para as reservas e não poderá ser emprestada. Então, a menos que os bancos atraiam uma parcela enorme de ouro para depósitos quando sua taxa de juros sobe, o efeito geral da reforma será estagflação” (Taylor, 1983 pag. 100).

Seguindo a linha de van Wijnbergen, Taylor (1983) espera que as taxas de juros no mercado informal de crédito aumentem quando parte de seus fundos são trocados por

depósitos após aumento em d . Esse aumento nos “juros informais” irá causar no modelo de Taylor um impacto positivo no nível de preços através de um mecanismo de transmissão de custos, por outro lado fará baixar o nível de preços via redução na demanda por investimento. Mas dada a “condição de estabilidade padrão” (aumento na taxa de lucros afeta mais a poupança que o investimento), neste modelo, qualquer dos efeitos acima que seja dominante, um aumento na taxa de juros reduzirá a taxa de crescimento econômico.

Segunda Geração da Escola McKinnon-Shaw

A segunda geração de autores da escola McKinnon-Shaw tem como traço comum a incorporação de crescimento endógeno e, de modo diferente da primeira, os intermediários financeiros são modelados explicitamente. Outra característica comum é a pouca atenção dada ao processo dinâmico da liberalização financeira.

O desenvolvimento de tais modelos beneficiou-se de avanços proporcionados, dentre outros, pelos trabalhos de Diamond (1984) que mostra formalmente como uma instituição financeira economiza nos custos de monitoração e é capaz de transformar ativos através da detenção de um portfólio amplamente diversificado; de Boyd e Prescott (1986) enfatizando o papel de intermediários na avaliação de um empréstimo para projeto e na minimização de problemas de seleção adversa e de Diamond e Dybvig (1983) mostrando a importância dos bancos na provisão de liquidez através da oferta de depósitos. Merecem destaque na segunda geração de autores Bencivenga e Smith (1993), King e Levine (1993) e Pagano (1993) entre outros.

Na ausência de bancos, os indivíduos alocariam seus portfólios entre capital e moeda para maximizar sua utilidade. Bencivenga e Smith (1991) desenvolvem um modelo de gerações sobrepostas usando a estrutura de Diamond e Dybvig (1983) onde existiriam dois tipos de indivíduos (A e B) que viveriam por 3 ou 2 períodos respectivamente, sendo que a fração dos que são A ou B é conhecida pelos bancos e todos indivíduos trabalhariam no primeiro período para auferir a renda a ser gasta ao longo de suas vidas.

Com a introdução de bancos os indivíduos podem reter depósitos que pagam juros como alternativa aos ativos capital e moeda. Resumindo a conclusão do modelo: os bancos, explorando a Lei dos Grandes Números, estariam aptos a se proteger de riscos de liquidez,

e garantir que não exista capital financeiro ocioso, o que possibilita uma maior taxa de crescimento. Isso permitiria que tanto os indivíduos A quanto B estivessem em melhor situação do que com qualquer combinação de moeda e capital que façam na situação em que bancos estão ausentes.

Após a apresentação da racionalidade para o surgimento de instituições financeiras, passemos agora ao tratamento do crescimento endógeno nos modelos da segunda geração. Sua característica principal é que o estoque de capital não sofre retornos decrescentes, pois assume a existência de acumulação de capital humano como externalidade.

Em King e Levine (1993), empresários tem probabilidade α de possuir habilidade suficiente para administrar um projeto inovador que leve ao crescimento econômico. Mesmo o empresário tendo habilidade, há ainda uma probabilidade ω de o projeto ter sucesso, só revelado após x horas de trabalho destinadas ao projeto, ou seja, há um custo e riscos para a economia ao se avaliar e financiar projetos inovadores. Intermediários financeiros seriam capazes de prover

“[...] serviços de monitoração, pesquisa e avaliação mais eficientemente e com menos custos que investidores individuais, eles também são melhores na mobilização e financiamento apropriado aos empresários que os indivíduos. No geral, a avaliação e escolha de empresários reduz o custo de investir no aprimoramento da produtividade e estimula o crescimento econômico” (King e Levine 1993, pág.515 apud Fry 1988).

A crítica à repressão financeira feita por King e Levine (1993) está contida no argumento de que impostos incidentes sobre o setor financeiro equivalem a impostos sobre a atividade inovadora, pois há uma redução do retorno líquido percebido pelos intermediários financeiros no financiamento de empresários inovadores, reduzindo o crescimento.

Capítulo 2 – Experiências Internacionais

No capítulo tratamos dois diferentes modelos de financiamento do investimento e o arranjo de governança corporativa em três dos países de maior sucesso neste quesito. Em seguida apresentamos as experiências de México, Polônia e Chile na tentativa de fortalecer seus mercados acionários. Veremos que estes países, para fortalecer os referidos mercados, basearam seus esforços na adoção de liberalização financeira e em melhoras práticas de governança corporativa, medidas que tiveram a justificativa teórica para serem implantadas assim como seus prós e contras, mostradas no capítulo anterior.

Para México e Chile, primeiro implantou-se liberalização, e após a constatação de que esta por si só não assegura o esperado êxito, pois a falta de regras apropriadas pode deixar o sistema financeiro fragilizado após a explosão de empréstimos; a introdução de mecanismos mais aperfeiçoados de governança mostrou-se o passo seguinte mais adequado. Para Polônia, iniciativas liberalizantes e medidas visando maior proteção do investidor foram tomadas quase que simultaneamente devido o contexto histórico de recém liberdade do jugo soviético e intenção de fazer parte da União Européia.

2.1 Governança e o Financiamento via Dívida ou Mercado Acionário

A literatura aponta dois modelos para o financiamento do investimento e expansão das atividades nos países. De um lado temos o sistema baseado em empréstimos bancários, caracterizado pela presença de bancos universais como as instituições financeiras mais importantes, sendo Alemanha e Japão os grandes representantes desta tradição. De outro estão os países que adotam mercados de capitais fortes como o principal veículo de intermediação financeira, com Estados Unidos e Inglaterra sendo os países ícones deste outro modelo.

Tentaremos mostrar as principais características de cada um destes modelos e suas implicações. Embora em nenhum lugar qualquer deles seja adotado em sua forma mais pura - lembrando que o Japão é considerado um país que baseou seus investimentos via empréstimos bancários e possui um dos mercados de capitais mais desenvolvidos do mundo

- é útil observá-los para uma melhor compreensão do que implica basear o financiamento do investimento de um país neste ou naquele modelo.

Zysman (1983), em seu trabalho, que procurava analisar como a estrutura do sistema financeiro de um país condiciona o papel do Estado nas políticas de ajuste industrial identificou as seguintes características no modelo anglo-saxão: (1) recursos financeiros alocados por meio do sistema de preços, (2) alta segmentação entre as instituições financeiras quanto ao campo de atuação, com bancos comerciais restritos ao financiamento de curto prazo; e (3) grande peso dos investidores institucionais como sustentáculo do mercado de capitais. Já no modelo baseado no crédito o autor identifica: (1) recursos são alocados para grupos favorecidos, (2) menor segmentação institucional com predomínio dos bancos universais, reservando papel pequeno aos investidores institucionais; e (3) alto grau de relações de propriedade entre empresas e bancos através de participações cruzadas (Leal Ferreira, 1995).

Qualquer que seja o tipo de sistema financeiro de um país, é necessário que os provedores de capital possuam mecanismos para monitorar os tomadores de créditos e intervir quando preciso. Um dos importantes pontos em comum entre os países que analisaremos no segundo capítulo é a preocupação com a proteção de investidores.

O conjunto dos meios pelos quais os supridores de financiamento para as empresas se asseguram que terão retorno sobre seu investimento recebe o nome de governança corporativa. Especificamente, trata-se dos mecanismos que visam reduzir o problema de agência, que decorre da separação entre propriedade e controle, ou seja a figura do fornecedor de capital não se confunde com a do administrador da empresa.

Uma vez que o capital foi fornecido, via compra de ações ou empréstimo, nada garante que parte deste capital não será desviada ou perdida em projetos ruins. A solução para tal problema seria a elaboração de um contrato que especificasse o curso de ação a ser tomado em todos os estados da natureza, mas é impossível elaborar contratos completos, sempre poderão ocorrer situações que não estavam previstas e, por isso, o administrador e o financiador têm de alocar direitos residuais de controle: direitos de tomar decisões em circunstâncias não descritas completamente pelo contrato (Grossman e Hart, 1986). Destes direitos residuais de controle abre-se o espaço para a expropriação, originando então

conflitos de interesses, dentre os quais os que mais nos interessam são os entre financiadores e administradores e os entre acionistas controladores e acionistas minoritários.

Um exemplo de expropriação ocorre quando os administradores fundam novas empresas independentes que eles mesmos liderarão, e vendem o produto da companhia principal que eles dirigem às empresas independentes por um preço abaixo do mercado. Na indústria de petróleo na Rússia, tais vendas para as companhias de propriedade de administradores são muito comuns. Uma variante mais dramática deste modelo de expropriação ocorre quando os administradores vendem não apenas o produto, mas também ativos da empresa que comandam para as empresas de propriedade sua. (Shleifer e Vishny, 1996).

Outra forma de manifestação da expropriação ocorre quando o arranjo legal permite que os administradores se entrincheirem e permaneçam em sua ocupação mesmo quando eles não são mais competentes ou qualificados para seguir à frente da empresa (Shleifer e Vishny, 1989), esta pode ser a forma mais custosa de manifestação do problema de agência segundo Jensen e Ruback (1983).

Como vimos, financiadores somente serão atraídos pelas empresas se puderem se assegurar de que reaverão seu capital e que o mesmo não será desviado por administradores que perseguem objetivos pessoais. Nos Estados Unidos e Reino Unido, acionistas minoritários são protegidos por um extenso sistema de leis e regras, o que contribui para uma estrutura de propriedade mais diluída. Mas mesmo nos EUA a propriedade não é totalmente dispersa, Holderness e Sheehan (1988) por exemplo, encontraram centenas de casos com acionistas detentores de mais de 51% em empresas públicas.

Se investidores pequenos não obtêm da lei a devida proteção para ceder seu dinheiro, então talvez os investidores consigam maior controle sobre os direitos de controle ao se tornarem grandes. O incentivo para coletar informações e fazer valer seus direitos é em muito aumentado quando se possui uma fatia maior das ações disponíveis, e o problema do *free rider* pode ser superado. De fato, três dos países de maior sucesso considerando-se governança corporativa - Estados Unidos, Alemanha e Japão - combinam de alguma forma concentração de propriedade e proteção legal dos investidores (Shleifer e Vishny, 1996).

A discussão sobre concentração de propriedade nos interessa aqui porque é o passo inicial para evitar que administradores expropiem os que têm interesses na firma (seja na forma de crédito, ações ou como trabalhador). A questão da proteção dos acionistas minoritários contra expropriação dos acionistas majoritários é abordada no decorrer deste trabalho, indiretamente na seção “aplicação da lei” ainda neste capítulo, e mais especificamente em algumas das regras para adesão aos novos segmentos da BOVESPA, apresentadas no Capítulo 3.

Para mostrar melhor como grandes investidores podem servir como um instrumento de governança corporativa, tomemos os seguintes casos: a) grandes credores, b) tomada hostil de controle¹¹ - muito comum nos Estados Unidos na década de 80 - e, c) grandes acionistas.

Grandes Credores

No sistema baseado em crédito, os financiadores se sentem mais seguros quanto ao capital que proviram por possuírem uma maior capacidade de controle e monitoração sobre as firmas tomadoras. Tal poder se origina do arranjo onde o banco emprestador detém a maioria das ações da empresa ou é o principal financiador da firma (Tsuru, 2000). Os custos envolvendo monitoração se tornam ainda mais reduzidos quando o financiador toma parte no corpo diretivo da empresa, diminuindo a probabilidade de perigo moral (Fohlin, 1999).

Neste modelo, a relação entre as firmas e financiadores é de longo prazo, sendo alimentada por incentivos implícitos e reputação das firmas no cumprimento de suas obrigações. Essa relação é consistente com um ambiente menos competitivo e a necessidade de publicação de informações é menor, dado que um único financiador necessita obter informações sobre a firma (Tsuru, 2000).

Grandes credores, quase sempre bancos, também podem ser um instrumento de governança corporativa já que são investidores com altos incentivos para se tornarem ativos, sendo que seus poderes derivam das cláusulas de contrato e, por isso mesmo, dependem da capacidade da lei de fazer justiça, e também do fato de emprestar a curto

11 O termo em inglês é *hostile takeover*.

prazo, deixando sempre pairar sobre o tomador a ameaça de interrupção do fluxo de empréstimos.

Apesar da vastidão teórica, a literatura apresenta certa escassez de evidência empírica do papel de grandes credores. Alguns exemplos de evidência são: a maior rotatividade de executivos na presença de relação com um banco principal do que na ausência destes, em resposta ao fraco desempenho da firma no Japão (Kang e Shivdasani, 1995), e o importante papel desempenhado pelos sócios do J.P.Morgan, apontado por De Long (1991), nas companhias em que o banco investiu no começo do século XX (Shleifer e Vishny, 1996).

A efetividade dos bancos como mecanismo de governança corporativa depende dos direitos dos credores, que são altos e bem protegidos na Alemanha e Japão. Enquanto grandes acionistas precisam de tribunais que defendam seus direitos, credores precisam que os tribunais os possibilitem tomar o colateral dado em garantia. A vantagem de grandes credores está no fato de dependerem de ações legais simples e acessíveis até mesmo para tribunais pouco informados e motivados, pelo fato de colocarem um peso menor sobre o sistema legal do que poderiam vários investidores pequenos se eles tentassem assegurar seus direitos (Shleifer e Vishny, 1996).

Tomada de Controle

Nos países onde os grandes acionistas são menos comuns, como Estados Unidos e Inglaterra, um outro tipo de mecanismo de concentração de propriedade surgiu: a tomada hostil de controle, caracterizada por uma oferta feita aos acionistas dispersos, que, caso, seja aceita, confere ao ofertante o controle da firma imbuindo-o de poderes para demitir a administração ou ter papel ativo nas decisões mais importantes.

Geralmente o alvo em tal operação é uma firma que vem tendo performance ruim e usualmente uma tomada de controle aumenta o valor combinado das duas firmas, a ofertante e a alvo. De fato, existem muitas teorias e evidências que, sustentam a idéia de que tomadas de controle atacam diretamente os problemas de governança, o que leva muitos a interpretar esse tipo de operação como um mecanismo de governança sem o qual é

impossível controlar a administração nos Estados Unidos (Jensen e Ruback 1983; Jensen 1993; Scharfstein 1988).

Porém algumas questões ainda permanecem no tocante à eficácia de *takeovers* como mecanismo de governança corporativa, já que pelo fato de serem muito caras, teoricamente se endereçariam apenas a grandes fracassos de administração, não valendo a pena caso as circunstâncias fossem outras. Outro problema é que a aquisição via *takeover* pode aumentar ainda mais os custos de agência quando os administradores pagam a mais para fazer aquisições que podem lhes trazer benefícios privados de controle (Shleifer e Vishny, 1996).

Grandes Acionistas

O modelo baseado em mercados de capitais pressupõe a existência de um grande número de mercados financeiros líquidos oferecendo uma variedade de serviços aos agentes econômicos. As funções de monitoração são proporcionadas por instituições especializadas tais como bancos comerciais, bancos de investimento e agências de classificação de risco das empresas (agências de *rating*) (Tsuru, 2000)

Para o bom funcionamento do mercado de capitais é de grande importância a eficiência com que a lei é aplicada (*legal enforcement*), já que os financiadores estão protegidos apenas por contratos explícitos, significando que os emprestadores têm fortes incentivos para intervir apenas em estágios mais avançados de liquidação da firma. Para facilitar as relações, os mercados de capitais precisam ser competitivos e líquidos, e a necessidade de prestação de informações ao público é bem maior, pois depende disso a eficiência tanto da aplicação da lei como da alocação de capital.

Tal modelo só pode funcionar bem onde a qualidade da aplicação da lei é muito alta e os direitos de propriedade estão bem definidos. Aliás, boa definição dos direitos de propriedade e qualidade na aplicação das leis é o que realmente importa segundo uma visão mais recente onde é irrelevante a preferência por bancos ou mercados de capitais.

A presença de grandes acionistas é a maneira mais direta para alinhar fluxo de caixa e controle de direitos. Grandes acionistas enfrentam o problema do agenciador porque têm interesse direto na maximização dos lucros e controle suficiente sobre os ativos para

fazerem seus direitos serem respeitados. Além disso, supondo uma situação onde a administração deseja tomar atitudes que visivelmente não sejam maximizadoras de lucros, uma ação orquestrada é muito fácil quando se necessita de poucos acionistas para perfazer maioria acionária.

Quando os acionistas são pequenos, o problema é que precisam fazer muitas alianças entre si para tomarem uma decisão conjunta, e o administrador tem grande poder para interferir nessas alianças, levando à situação onde os direitos dos minoritários somente serão respeitados apenas em países com sistemas legais sofisticados (Shleifer e Vishny, 1996).

Na Alemanha, estimou-se que perto de 80% das grandes empresas possuíam um acionista, não sendo banco, detentor de mais de 25% das ações e em uma amostra para o ano de 1985, empresas que possuíam grandes acionistas, seja banco ou não, tiveram melhor performance (Gorton e Schmid, 1996). Também para Alemanha, Franks e Mayer (1994) encontram evidências de que grandes acionistas estão associados a uma rotatividade maior dos administradores. Ainda citando exemplos de trabalhos que investigam os efeitos da presença de grandes acionistas, Kaplan e Minton (1994) mostram que firmas com grandes acionistas são mais propensas a substituir seus administradores do que as firmas em que o arranjo do controle acionário é outro como resposta à fraca performance (Shleifer e Vishny, 1996).

Embora muitas vantagens de grandes investidores sejam apresentadas na literatura, existem também custos que devem ser considerados para que não se tenha uma visão apenas parcial do quadro. Um dos potenciais problemas é apontado por Densetz e Lehn (1985) que chamam a atenção para o fato de a presença de grandes investidores representar não diversificação o que pode significar excessiva exposição ao risco específico¹².

Finalmente, os interesses de grandes investidores não necessariamente coincidirão com os interesses de outros investidores menores, empregados e administradores; e como aqueles detêm o poder, faz-se necessário um arranjo que permita aos menores defesa ante a expropriação. Por exemplo, na Alemanha os bancos têm incentivos para expropriar e no

12 Risco específico se refere ao risco de uma única empresa ou setor. Risco sistêmico se refere aos riscos da economia ou mercado acionário como um todo.

Japão os dados mostram que as firmas que mantêm relação com um banco principal acabam na média pagando juros mais altos.

Aplicação da Lei

Como o assunto que nos interessa é o desenvolvimento do mercado acionário, encerramos o capítulo com a comparação de duas maneiras alternativas na condução de conflitos entre duas ou mais partes. Com este referencial estaremos mais aptos a compreender o que teoricamente justifica a opção feita nos Estados Unidos, Polônia e no Novo Mercado brasileiro, personalizada na figura da Câmara de Arbitragem.

Entre os autores que tratam aplicação legal¹³ há uma disputa quanto a melhor maneira de enfrentar impasses de duas ou mais partes envolvidas em uma questão. Seria melhor utilizarmos juízes ou reguladores para fazer valer as leis e contratos? Os Coasianos defendem aplicação através do sistema judiciário, enquanto Coase, em seu Teorema, defende o uso de reguladores na resolução de impasses.

Trazendo a discussão para o tema de nosso interesse, estaremos preocupados em saber qual arranjo seria capaz de melhor defender de expropriação os acionistas minoritários. Neste caso, Coase tentaria justificar seu ponto de vista baseando-se na não familiaridade com assuntos econômicos, falta de verba e velocidade nas decisões para vetar o uso de sistema judiciário; outro ponto importante é que a interpretação das leis é cara do ponto de vista pessoal do julgador.

Glaeser, Johnson e Shleifer (2000) partilham opinião de que juízes são mais difíceis de motivar, mas reconhecem que os fortes incentivos que possuem os reguladores para encontrar violações das regras legais representam um perigo no sentido de punição de suspeitos inocentes. Desenvolvem um modelo mostrando como reguladores podem ser mais motivados para analisar um caso, mas também são mais propensos a buscar decisões políticas ao invés de fazer justiça se esta motivação for excessiva. O ponto interessante é que a eficiência da aplicação das leis (punir culpados e deixar ir inocentes) pode ser aumentada ao se reduzir os custos de investigação, o que nos remete à maior prestação de

13 O termo usado na literatura é *enforcement*.

informações exigida no Novo Mercado e a Câmara de Arbitragem, seu órgão instituído para fazer valer os contratos.

Ao considerar-se um julgador, seja juiz ou regulador, investigar para saber se uma determinada lei ou contrato não foi respeitado tem um custo pessoal, porém o julgador pode decidir a questão sem fazer a investigação, e correr o risco de deixar escapar culpados ou punir inocentes. Glaeser, Johnson e Shleifer (2000) assumem ainda que o julgador, quando toma decisões acertadas, obtém um retorno, que pode ser encarado como auto-estima e respeito dos colegas.

Outra hipótese dos autores é o julgador receber “ a ”¹⁴ ao punir um suspeito, culpado ou não. Quando $a = 0$, o interesse do julgador é somente por justiça, se $a > 0$, há então um interesse pessoal em punir, possivelmente por motivos de pressão dos superiores para que sejam encontrados culpados ao se buscar objetivos políticos, tais como combate às drogas ou perseguição de determinados grupos políticos. (Glaeser, Johnson e Shleifer, 2000).

Quando o julgador adota a estratégia de punir em todos os casos, temos a estratégia denominada abuso; deixar ir livre em todos os casos é conhecido por leniência e o julgador decide ex ante se adotará uma das duas ou se investigará os fatos, baseado nas magnitudes dos incentivos aos quais está submetido. Se os custos de investigação são altos e os incentivos para punição são baixos o julgador adota leniência. Adota a estratégia abuso quando tanto os custos de investigar como os benefícios de punir são altos, e para adotar a estratégia investigar, o custo de investigação precisa ser baixo de maneira que para “ a ” baixo seja preferível buscar a verdade ao invés de seguir leniência ou para “ a ” alto seja preferível investigar ao invés de adotar estratégia abuso (Glaeser, Johnson e Shleifer, 2000).

O parágrafo acima dá exatamente a justificativa teórica para uma maior requisição e disponibilização de informações para o bom andamento da justiça. O objetivo do modelo é justamente tentar captar os custos e benefícios de se escolher juízes e reguladores para

14 O parâmetro “ a ” é considerado como positivo ($a > 0$) quando o julgador tem um ganho quando pune um suspeito. Este parâmetro pode servir por exemplo, para denotar a situação onde um maior número de punições, alinhadas com um dado objetivo do governo, significam um aumento nas oportunidades de ascensão profissional do julgador. É possível ainda imaginarmos uma situação onde o a é negativo ($a < 0$), descrevendo reguladores capturados pela indústria que eles seriam supostos de regular, sendo-lhes então uma desutilidade achar culpados no caso de suspeita (Stigler, 1971 apud Gleaser et al. 2000).

aplicar as regras legais. Os juízes seriam tomados como mais difíceis de serem motivados, tal situação leva a uma prevenção contra punições irregulares, mas também promove a leniência, estes elementos são captados por um “*a*” baixo no modelo.

Ao se passar aos reguladores o poder de aplicar as regras legais, nós estaríamos fugindo da leniência, porém indo em direção ao abuso, pois acredita-se que sejam mais motivados em relação aos juízes à aplicar punição, o que seria captado por um alto “*a*” no modelo.

Relevante notar que reformas visando redução dos custos de investigação induzem à análise dos fatos, levando a uma maior eficiência, sejam os meios de aplicação da lei detidos por juízes ou reguladores. No caso do Novo Mercado, que é o foco de nosso interesse, parece razoável acreditar que os representantes da Câmara de Arbitragem, reguladores, teriam custos de investigação baixos, pela maior disponibilização de material e dados requerida aos participantes deste segmento especial do mercado de capitais e também pela familiaridade com assuntos financeiros exigida para tornar-se um membro regulador da Câmara.

Um bom exemplo é a regulação da SEC,¹⁵ nos Estados Unidos, arquitetada por James Landis (1938), um cético quanto a motivação de juízes ser suficientemente alta para punir irregularidades na emissão e transação de ações. Sua idéia era que uma SEC independente e bem motivada teria melhores condições de fazer cumprir aquele que deveria ser seu único objetivo: garantir a integridade nos mercados financeiros.

2.2 Experiências Internacionais

Nas páginas seguintes nos ocuparemos de analisar três países: México, Polônia e Chile, que têm algo a oferecer como exemplo para o caso brasileiro. Tal tarefa será complementada através do uso de dados referentes aos mercados de capitais de cada um destes países. A fonte da maioria dos dados foi a Federação Internacional de Bolsas de Valores, que usou a seguinte metodologia para compor os dados que trabalharemos:

15 SEC – *Securities & Exchange Commission*, comissão criada pelo congresso americano para regular o mercado de ações e proteger investidores, também monitora as tomadas de controle nos Estados Unidos.

Valor das negociações de ações: é o número total de ações negociadas multiplicadas pelos seus respectivos preços. Os números são contados apenas uma vez, isto é apenas um lado da transação (compra ou venda) é considerado.

Capitalização do Mercado: É o número total de ações emitidas de empresas domésticas, incluindo suas várias classes, multiplicadas pelos seus respectivos preços em dado momento. Esse número reflete o valor do mercado em dado momento. Nos dados apresentados incluem-se apenas ações de empresas domésticas, tanto preferenciais como ordinárias, e estão fora fundos de investimento, opções, futuros, garantias, instrumentos conversíveis, ações estrangeiras listadas e companhias cujo único negócio é deter ações de outras companhias.

Veremos que nos países considerados, a base da melhora de performance de seus mercados de capitais está assentada no seguinte tripé: 1) equilíbrio financeiro do Estado para que este deixe de competir por fundos inversíveis; 2) avanços na liberalização financeira; e 3) práticas que permitam maior proteção aos acionistas minoritários e credores, reduzindo o risco moral e gerando um melhor ambiente para negócios. O Chile, país com os melhores resultados alcançados entre os países que analisamos neste capítulo, traz ainda como diferencial a sua pioneira reforma dos fundos de pensão, também abordada nas páginas que a ele se referem.

Mostraremos que os países que tomamos como exemplo de esforço na modernização do mercado de capitais, recorreram a algum grau razoável de liberalização financeira. O desenvolvimento do mercado de capitais, que é o principal foco de interesse deste trabalho, realmente parece ser mais possível de ser alcançado em um ambiente sem repressão financeira.

Para alguns autores, tais reformas podem ser prejudiciais, pois podem levar a uma explosão de empréstimos sem a devida atenção para a qualidade dos tomadores, provocando o aumento do consumo e concomitantemente a queda da poupança, além de tornar altamente frágil a posição financeira da porção emprestadora da economia. Como veremos, mais claramente para México e Chile, tal situação realmente se comprova e está

por trás da crise enfrentada pelos mexicanos em 1994 e pelos chilenos no início dos anos 1980.

O ponto a ser destacado é que nestas ocasiões, a liberalização financeira havia sido feita de maneira incompleta, faltando ainda a devida regulação e supervisão do mercado de crédito, indicando que liberalização por si só não é suficiente, carecendo de reformas complementares para o seu bom funcionamento. E de fato, a resposta dada por estes países nestes momentos críticos foi justamente aprofundar a liberalização e transformar o ambiente institucional. Passemos agora a observação das iniciativas de México, Polônia e Chile para o desenvolvimento de seus mercados de capitais.

México

É interessante para o nosso propósito tomar o México como um dos países a serem analisados por se tratar de um exemplo latino-americano, que sofreu severamente com a crise dos juros no início dos anos 1980 e com a crise originada no próprio México em 1994, e, apesar destes reveses, conseguiu, através de reformas no seu sistema financeiro e de previdência, alcançar o “grau de investimento” junto às agências de classificação de risco, o que possibilitou uma melhora dramática no perfil de sua dívida e benefícios aos setores que enfrentam limitações de crédito ao melhorar as condições de funcionamento do seu mercado de capitais.

Nas duas últimas décadas o país foi gravemente afetado por duas grandes crises, conforme destacado acima. No final dos anos 1970, numa situação onde estava fácil tomar emprestado no cenário internacional, o México acumulou sucessivos déficits de conta corrente e fiscal. Tal situação tornou-se insustentável após o rápido aumento das taxas de juros internacionais, já no início da década seguinte, pois gerou fuga de capitais e obrigou o governo a desvalorizar o peso em 68% (Copelman, 2000).

Os efeitos dessa crise se fizeram sentir nos anos seguintes, com PIB caindo cerca de 5% no período 1982 – 1984, e após uma leve recuperação do nível de atividade nos anos seguintes, uma queda nos preços do petróleo¹⁶ em 1986 lançou o país em nova recessão (Copelman, 2000).

16 O petróleo é um dos principais produtos da pauta de exportações mexicana.

Para fazer frente à situação, o governo mexicano lançou um programa de estabilização no final de 1987. O “Pacto de Solidariedade Econômica” foi um acordo entre os três setores representativos da economia: governo, líderes dos trabalhadores e setor privado. O acordo entre as três classes era uma premissa importante para o êxito na condução de política monetária e fiscal restritivas, controle de preços e salários, e o estabelecimento de câmbio fixo contra o dólar como forma de ancorar os preços. O plano conseguiu reduzir a inflação de 159% em 1987 para 51,6% já no ano seguinte e proporcionou condições para o México crescer à uma taxa anual de 4% até 1994, ano de nova crise e baixo crescimento econômico.

Interessante pra nós, é que, junto com a crise dos juros, o governo mexicano adotou uma postura de tentar diminuir o seu papel na economia como forma de fazer frente à crise, fato que tomou a forma de liberalização do comércio, privatização de empresas públicas e medidas para aprofundar o processo de liberalização financeira que já estava em curso. Sob repressão financeira, existe um arranjo de instituições e instrumentos financeiros que permitem ao Estado extrair significativos ganhos de senhoriagem, além disso, o controle sobre as taxas de juros ao se estabelecer um teto para as mesmas, abafa a competição por fundos que acabam fluindo para o setor público (Fry, 1988).

“ A partir de 1988, contudo, o controle sobre o mercado financeiro começou a ser diminuído, com a eliminação do mecanismo de crédito dirigido e do controle sobre as taxas de juros dos depósitos bancários. Ao mesmo tempo, o governo lançou um agressivo programa de privatizações dos bancos, iniciado em maio de 1990 e concluído durante o ano de 1992. Em um primeiro momento, apenas empresas e pessoas físicas mexicanas podiam comprar os ativos, mas as regras foram alteradas em 1994 para permitir a entrada de bancos estrangeiros” (Novaes, 2005).

O processo de liberalização financeira não foi interrompido nem mesmo com a crise cambial de 1994, causada pela desconfiança em relação à sustentabilidade do enorme déficit em conta corrente que atingiu 8% do PIB (Novaes, 2005; Copelman, 2000). Iniciou-se em 1995 uma nova rodada de reformas para dar sustentação à liberalização, os esforços se concentraram em duas áreas: 1) assegurar a integridade do sistema financeiro e 2) por em ação políticas necessárias ao adequado funcionamento do sistema financeiro em um ambiente de crescente liberalização. Essas reformas ajudaram a bolsa mexicana retomar o ciclo de crescimento que havia sido interrompido com a crise de 1994.

Mercado de Renda Fixa no México

Mercados para títulos de dívida desempenham um papel importante em qualquer economia porque oferecem aos agentes econômicos uma alternativa em relação aos depósitos bancários para alocar suas poupanças eficientemente. Na perspectiva de um banco central, o desenvolvimento de mercados domésticos de dívida possibilita o uso de taxas de juros de curto prazo para transmitir sinais de sua política monetária (Sidaoui, 2002), além de contribuir para o estabelecimento de uma curva de juros que seja usada pelo setor privado. A primeira emissão de papéis pré-fixados do governo denominada em pesos (Cetes) ocorreu em 1978, porém o mercado secundário só começou a se desenvolver, ainda que lentamente, em 1982, após a permissão dada pelo Banco Central do México para que bancos e corretoras participassem dos leilões de Cetes (Novaes, 2005).

Nos períodos de instabilidade macroeconômica o governo foi obrigado a fazer emissões de papéis de curto de prazo e indexados, conseguindo captar a longo prazo apenas ao impor a compra aos bancos como maneira de compor suas reservas compulsórias.

A partir do maior controle fiscal e monetário iniciado em 1998, que foi efetivo no combate a inflação e na redução da relação dívida pública/PIB foi possível ao governo mexicano aumentar o valor das emissões e a maturidade dos títulos, além de reduzir a dependência do financiamento externo (Novaes, 2005).

Com a consolidação da estabilidade macroeconômica, o mercado passou a mostrar interesse em papéis pré-fixados para ganhar com a redução esperada da taxa de juros, permitindo ao governo mexicano emitir papéis de 3, 5 e 10 anos entre 2000 e 2001, melhorando muito o perfil da dívida e garantindo a obtenção do “grau de investimento” das agencias internacionais. A tabela 1 traz números de maneira que possamos avaliar a melhora no perfil dessa dívida.

Tabela 1 - Títulos emitidos pelo governo federal mexicano, porcentagem do total

Título	Cetes	Bondes	Udibonos	Bonos
prazo	curto prazo	5 anos	10 anos	3 a 20 anos
coupon	zero	indexado aos cetes	indexado a inflação	fixos
1995	33,3%	34,1%	0,0%	0,0%
1996	36,2%	43,7%	3,4%	0,0%
1997	40,2%	36,7%	16,1%	0,0%
1998	32,3%	44,5%	19,9%	0,0%
1999	27,7%	54,6%	17,7%	0,0%
2000	29,9%	49,1%	15,2%	5,8%
2001	27,4%	43,9%	13,3%	15,4%
2002	24,2%	38,5%	11,7%	25,7%
2003	21,6%	37,1%	8,8%	32,6%
2004	23,2%	29,9%	8,1%	38,7%
2005	24,6%	24,5%	8,1%	42,8%

Fonte: Secretaria de Hacienda e Credito.

Os Cetes, que são títulos de curto prazo, após representar em seu pico 40 % da dívida federal, têm se mantido na faixa dos 25%. Os Bondes e Udibonos, instrumentos que permitiram a captação de longo prazo ao indexar seu coupon ao título de prazo menor e a inflação, têm observado sua representação no total da dívida cair, após chegarem a ter um peso em torno de 70%, significando a capacidade de captar em condições melhores.

A melhora no perfil da dívida fica clara com os aumentos sucessivos dos títulos de longo prazo com pagamentos fixos resultantes do controle fiscal e monetário e da aquisição do “grau de investimento”, sendo que este último pode ser encarado tanto como efeito quanto causa deste melhor perfil de dívida.

Proteção a acionistas e credores no México

Foi lançado em 2002 o Programa Nacional de Financiamento para o Desenvolvimento (PRONAFIDE) para o período 2002-2006, baseado na constatação do governo que o mercado de capitais do país era, ainda, incipiente e que apenas uma parcela reduzida dos investimentos era financiada pelos mercados de capitais.

Dentro das diversas mudanças na lei apresentadas no Programa, as de maior relevância para o nosso propósito são as que visaram proteger credores e acionistas

minoritários. A nova lei de falências, permitindo formas de garantias diferentes, buscou dar maior certeza ao credor no processo judiciário e agilizar a tomada dos ativos dados em garantia. A importância dessa lei também se estende ao mercado de operações compromissadas, permitindo que as partes compensassem seus créditos e débitos com a parte inadimplente, enquanto a lei anterior determinava que as partes primeiro liquidassem suas operações antes de participar da massa falida.

Quanto aos acionistas minoritários, a nova legislação sobre fundos mútuos e valores mobiliários promoveu maior abertura de informações, melhores práticas de governança corporativa, transparência e atribuiu direitos explícitos a este tipo de acionistas.

Tabela 2 - Dados da Bolsa Mexicana

Anos	Capitalização do Mercado Mexicano *	Valor da Negociação de Ações *	Importância do Mercado de Ações na Economia **
1995	100,0	100,0	28,6%
1996	117,7	124,4	31,9%
1997	172,7	156,9	38,9%
1998	101,2	89,0	22,1%
1999	169,9	100,4	34,5%
2000	138,1	130,6	21,8%
2001	139,2	109,8	20,4%
2002	114,6	92,1	17,5%
2003	135,1	73,8	19,6%
2004	189,6	129,5	25,1%
2005	263,7	161,9	30,8%

Fonte: World Federation of Exchanges.

* Os dados estão na base 100 para o ano 1995, quando os valores eram 90.694,0 para Capitalização e 34.191,8 para Valor das Negociações de Mercado, ambos em milhões de dólares.

** Capitalização/PNB.

A tabela 2 mostra indicadores que captam os efeitos das iniciativas tomadas pelos mexicanos. A variável Capitalização costuma ser usada na literatura de estudos do mercado de capitais como medida do tamanho deste mercado e o Valor da Negociação de Ações como medida dos custos de transação. O quadro apresentado permite inferir que os resultados das iniciativas tomadas são, pelo menos até o presente momento, satisfatórios. No período considerado, os indicadores mostram evolução até o ano de 1997, possivelmente como resultado da resposta dada à crise que o país enfrentou em 1994. A partir de então vemos os indicadores oscilarem até atingirem um piso em 2002, ano de início do atual PRONAFIDE, quando então começam a apresentar melhoras. Interessante o fato da importância do mercado de capitais sair de 17,5% em 2002 para 30,8% em 2005, se atentarmos para o critério de Czekaj e Owsiak (1999, apud Andriesz, Asteriou e Pilbeam 2003), segundo o qual quando o mercado atinge entre 20% e 25% do tamanho da economia, ele passa a gerar razoável benefício.

Polônia

A Polônia é um caso interesse para observarmos por se tratar de um país que adotou, seguindo influência da Comunidade Européia e organismos internacionais, o que há de mais rigoroso em termos de práticas conhecidas para o mercado de capitais e pelo sucesso obtido pelo governo em melhorar o perfil de sua dívida visando desenvolver seus mercados de capitais. Embora possua ainda um mercado acionário incipiente e concentrado, admite-se que tem trilhado o caminho de reformas adequadas quando a comparamos com outros países em desenvolvimento e países que fizeram a transição para economia de mercado como a República Tcheca, por exemplo.

Fazer a transição para uma economia de mercado é uma tarefa complexa e traz muitos desafios para o mercado de capitais. Na Polônia, foi necessário introduzir toda uma infra-estrutura referente à custódia, sistema de pagamentos e controladoria, além de um marco legal para os participantes do mercado financeiro.

Em meio às reformas para se tornar uma economia de mercado, os poloneses buscaram fazer liberalização financeira, seguindo o receituário de McKinnon e Shaw, que prega o alívio de restrições do governo sobre o setor financeiro tais como tetos para taxa de

juros, obrigação de altas reservas obrigatórias pelos bancos e políticas de direcionamento de crédito, assumindo que estas restrições são capazes de distorcer o processo de desenvolvimento financeiro e reduzir a taxa de crescimento econômico. Parte do processo de liberalização envolveu a privatização de grande parcela do setor financeiro e, em 1993, o governo adotou um programa de reestruturação para o setor bancário que incluiu a recapitalização das instituições deste setor. A transformação do setor financeiro foi baseada na legislação aprovada no final dos anos 1980: a Lei para o Banco Nacional da Polônia e a Lei para Serviços Bancários foram aprovados em 1989. Estas duas leis criaram a base para o sistema bancário com interligação entre bancos estatais e privados, permitindo a introdução de competição nos serviços bancários e financeiros.

Andriesz, Asteriou e Pilbeam (2003), em trabalho para explorar a ligação entre liberalização financeira e crescimento econômico na Polônia, obtiveram resultados indicando evidência de relação de longo prazo entre liberalização financeira e crescimento, e, além disso, forte evidência indicando que a direção de causação vai do primeiro para o segundo e não vice-versa. Usando dados de 1990 a 2002, observaram que todos os indicadores financeiros que consideraram (*Turnover*, Capitalização, M0, Preços de ações, M2 e Profundidade) tiveram impacto positivo sobre a produção industrial, e que os quatro primeiros dos referidos indicadores não sofreram impacto da produção industrial.

Passando agora ao esforço do governo em tentar equilibrar suas contas e com isso permitir um melhor ambiente para o florescimento do mercado de capitais; a reabertura da Bolsa de Varsóvia e a emissão de notas do governo após cinquenta anos ocorreram em 1991 (Novaes, 2005).

Logo após a mudança de regime, o Tesouro obtinha financiamento basicamente através da emissão de títulos de curto prazo. Tal situação se modifica entre os anos 1995 e 1999 com a possibilidade¹⁷ de adesão do país a atual União Européia, trazendo consigo uma inflação mantida sob controle e redução da dívida pública como proporção do PIB para atender as exigências para ser aceito como membro.

17 O processo de negociações para ser aceito como membro da União Européia foi longo, com a Polónia declarando sua intenção de tornar-se membro no início da década de 1990 e sendo finalmente reconhecida como integrante apenas em maio de 2004 (“Poland’s way to UE “ disponível em www.poland.gov.pl). Nos interessa o fato de que a adoção de medidas visando a aceitação como membro da União Européia teve impacto positivo sobre a administração da dívida pública.

O resultado foi uma mudança qualitativa no perfil da dívida mobiliária do governo da Polônia, com um aumento da proporção das emissões entre 1 e 5 anos para financiar a dívida do setor público e queda na proporção de emissões de curto prazo (até 1 ano), conforme mostra a tabela 3. Outro indicador de sucesso foi a redução do rendimento dos papéis pré-fixados, que, após atingirem o ápice em outubro de 2000, pagando 18,5%, 16% e 13,8 ao ano para papéis de dois, cinco e dez anos, caíram de forma sistemática, alcançando 5,4%, 5,6% e 5,7% no final de 2003 (Novaes 2005). A obtenção do “grau de investimento” para sua nota de risco concedido pelas agências internacionais de classificação contribuiu muito para esses avanços após 1999. Apesar de ter conseguido criar um mercado desenvolvido de títulos governamentais, o mercado de títulos privados é ainda incipiente.

Tabela 3 - Dívida mobiliária do governo da Polônia

	1995	1999	2000	2001	2002	2003
Dívida mobiliária do governo (Zloty bi)	61	98	118	159	196	233
Até 1 ano (% de curto e médio prazos)	52%	28%	18%	20%	20%	21%
Entre 1 e 5 anos (% de curto e médio prazos)	48%	72%	82%	80%	80%	79%
Mais de 5 anos (% do total da dívida)	34%	n.d.	22%	19%	19%	n.d.
Dívida Mobiliária/PIB %	20%	15%	16%	21%	25%	29%

Fonte: Novaes (2005).

Quanto ao mercado acionário, mesmo tendo crescido muito nos últimos 10 anos, é ainda incipiente. Todavia, tem alcançado bons resultados em relação a países que fizeram a transição para economia de mercado e quando comparamos com a maioria dos países em desenvolvimento. O grande mérito polonês neste seu esforço tem sido melhorar as práticas de governança corporativa no intuito de garantir a integridade do mercado e proteger credores e acionistas minoritários.

Uma melhor proteção aos acionistas minoritários pode trazer conseqüências positivas para a firma na forma de maiores Q de Tobin¹⁸ e dividendos, e menor obtenção de benefícios privados por parte dos acionistas controladores, conforme apontado pela

18 Desenvolvido por James Tobin em 1969, seu Q compara o valor de uma empresa, dado pelos mercados financeiros, com o valor dos ativos desta mesma empresa (Q de Tobin = valor de mercado/valor dos ativos). Quando está maior do que 1 significa que a empresa através de suas operações, está maior em valor do que seu total de ativos, em avaliação feita pelos mercados financeiros.

literatura ¹⁹. Passamos agora a experiência observada na Polônia e República Tcheca, dois bons exemplos para podermos analisar os aspectos que nos interessam por serem países que começaram em situações semelhantes e atingiram resultados diferentes que podem ser justificados pela disparidade nos aspectos legais quanto à proteção ao investidor.

A grande similaridade entre Polônia e República Tcheca está no fato de terem sido economias socialistas por quarenta anos. Ambas se tornaram satélites da União Soviética logo após o final da Segunda Guerra Mundial, conseguindo se livrar deste domínio em 1989, começando então uma série de reformas.

Em 1994, os dois países haviam praticamente completado seus pacotes de reformas básicas incluindo liberalização e privatização em Varsóvia, e privatização, cortes orçamentários e reforma bancária em Praga; e receberam pontuações idênticas em um indicador de velocidade de transição formulado pelo Banco Mundial (de Melo et al. 1996 apud Glaeser, Johnson e Shleifer 2000).

Em termos de desenvolvimento legal, os dois países obtiveram junto com a Hungria as maiores notas entre as economias em transição em estudo feito por (Pistor 1995 apud Glaeser, Johnson e Shleifer 2000), mas bem atrás dos países industrializados. Especificamente quanto à proteção ao acionista minoritário, a lei polonesa foi considerada ligeiramente mais protetora que a tcheca conforme La Porta, Lopez, Shleifer e Vishny (1998), que consideram 5 diferentes critérios da lei relativos ao direito de voto ²⁰ para construir seu índice usado para avaliar 49 países.

Quanto às leis para o mercado acionário, duas diferenças notáveis são importantes para a compreensão dos resultados alcançados pelos dois países nos anos subseqüentes. A primeira refere-se à independência e poder dos reguladores. A segunda está relacionada à

19 Os benefícios de melhor proteção legal ao investidor encontrados na literatura são: (1) maior valor do mercado acionário e maior número de firmas listadas (La Porta et al. 1997); (2) firmas listadas maiores em termos de suas vendas ou ativos (Kumar, Rajan e Zingales 1999); (3) maior valor da empresa listada relativamente aos seus ativos ou Q de Tobin (La Porta et al. 1999); (4) maiores pagamentos de dividendos (La Porta et al. 2000); (5) menor concentração de propriedade e controle (Claessens et al. 2000); (6) menor benefícios de controle (Zingales 1994); (7) maior correlação entre oportunidades de investimento e investimento real (Wurgler 2000).

20 O índice soma 1 ponto cada vez que um dos seguintes critérios é obedecido: (a) base legal para os acionistas votarem em assembléias através de procurações; (b) direito a representação proporcional no conselho de administração; (c) direito a redimir ações pelo valor patrimonial quando certas ações cruciais na vida da empresa são tomadas; (d) direitos aos acionistas de subscrever novas emissões proporcionalmente ao capital detido; (e) porcentagem do capital necessário para convocar uma assembléia extraordinária, somando-se um ponto quando este percentual é menor do que 10% (Carvalho, 2000).

enorme diferença que intermediários e emissores de ações enfrentam com a requisição de informações que devem ser disponibilizadas. Considerando estas duas diferenças, a Polônia buscou uma orientação de maior independência de sua comissão reguladora do mercado de ações e maior requisição de informações das firmas e intermediários, enquanto na República Tcheca a exigência foi mais frouxa e a comissão julgadora permaneceu subordinada ao ministro das finanças e posteriormente à promotoria pública (Glaeser, Johnson e Shleifer, 2000).

Os resultados obtidos por estas duas orientações diferentes estiveram em linha com o apontado pela literatura. Em 1994, o mercado tcheco era duas vezes maior em termos de capitalização e quase cinco vezes maior como proporção do PNB. Embora tenha encerrado o período considerado com uma capitalização maior em relação ao PNB, a partir de 1994, o mercado polonês valorizou-se seis vezes e meia enquanto o tcheco não acompanhou este ritmo, terminando com o dobro do valor em 1998, conforme a tabela 4.

No período 1994 a 1998 a grande maioria das companhias tchecas raramente foi transacionada e muitas deixaram de ser listadas, enquanto o número de firmas listadas cresceu constantemente na Polônia.

Um dos indicadores do sucesso de um mercado de capitais é quão efetivamente ele possibilita o levantamento de fundos por parte das firmas. Entre 1991-1998, nenhuma companhia tcheca já listada conseguiu captar recursos usando o mercado acionário, enquanto 50 companhias polonesas o fizeram. No mesmo período, nenhuma companhia tcheca fez um IPO²¹, enquanto 136 companhias fora de privatização tornaram-se públicas na Polônia (Glaeser, Johnson e Shleifer 2000).

21 IPO – Initial Public Offering ou Oferta Pública Inicial, termo para designar a primeira emissão de ações de uma empresa que acaba de tornar-se parte de uma bolsa de valores.

Tabela 4 - Capitalização dos mercados acionários polonês e tcheco, em milhões de dólares

	Capitalização do Mercado em milhão de dólares no final do ano		Capitalização do Mercado como % do GDP	
	Polônia	República Tcheca	Polônia	República Tcheca
1991	144		0,19%	
1992	222		0,26%	
1993	2.706		3,15%	
1994	3.057	5.938	3,30%	14,9%
1995	4.564	15.664	4,24%	30,8%
1996	8.413	18.077	5,73%	32,0%
1997	12.135	12.786	8,96%	24,6%
1998	20.461	12.045	12,86%	24,2%

Fontes: Gleaser, Johnson e Scheleifer (2000) para República Tcheca e para Polônia de 1991 a 1994.

Dados para Polônia de 1995 a 1998 são da Federação Mundial de Bolsas de Valores (World Federation of Exchange).

De posse destes resultados, percebe-se que a evidência é consistente com a literatura, mostrando que o mercado de ações polonês cresceu mais rápido, mantendo maior liquidez e tornando-se uma melhor fonte de capital para as firmas que o menos regulado mercado tcheco. É provável que o governo tcheco tenha reconhecido a situação, pois fez algumas reformas em 1996, requerendo mais informações dos controladores e maior regulação dos fundos de investimento (Glaeser, Johnson e Shleifer 2000).

Para ilustrar como os esforços poloneses têm sido bem recebidos pelos investidores é interessante citar a avaliação feita pelo maior fundo de pensão dos Estados Unidos, o *Calpers* (fundo de pensão dos servidores públicos da Califórnia). Em um estudo contratado pelo fundo para analisar a possibilidade de investimento em 27 países emergentes, em que foram avaliados estabilidade política, transparência do mercado, sistema legal, regulamentação e liquidez do mercado, e eficiência na liquidação de operações; a Polônia obteve nota 2,8 de 3,0 pontos possíveis qualificando-se como o de melhor prática de governança corporativa. Chile e México ficaram em quinto e nono lugar respectivamente, sendo o Brasil o décimo e último aprovado; os demais países não receberam recomendação de investimento (Barnes 2004 apud Novaes 2005).

Chile

Enquanto quase toda a América Latina foi afetada durante a “década perdida”²², o Chile, que iniciou uma série de reformas institucionais já em meados dos 1970, bem antes dos demais representantes da região, conseguiu um desempenho muito bom, dadas as adversidades. No período 1985-1997, o crescimento médio anual do país foi 7,3%, interrompido no período 1998-2003, dominado pelas crises asiática e russa, quando o crescimento foi 2,6% (Hernandez e Parro, 2004).

Entre estas reformas institucionais, uma série delas possibilitou o desenvolvimento do mercado de capitais - nosso objeto de estudo - permitindo ao país alcançar níveis de intermediação bancária e capitalização bem superior aos dos demais países da América Latina (Gallego e Loayza, 2001 apud Novaes 2005).

Dados os objetivos do trabalho, entre as reformas institucionais, daremos mais atenção à: (1) as reformas de liberalização financeira, por constituírem o início da modernização do sistema financeiro chileno, (2) a reforma dos fundos de pensão, passo importantíssimo para o controle do déficit público e para o desenvolvimento do mercado financeiro do país e (3) reformas visando proteção aos credores e acionistas minoritário.

O processo de liberalização financeira no Chile foi parte de um pacote de reformas estruturais introduzidas no país desde os anos 1970 e que abrangeram o regime de comércio, o sistema de seguro social, a regulação de serviços básicos, legislação do mercado de trabalho e privatização de estatais.

Entre 1975 e 1981, o sistema financeiro chileno experimentou uma expansão significativa como resultado de um processo de liberalização que pôs fim a 30 anos de repressão financeira (Cifuentes et al 2002). As taxas de juros deixaram de ser controladas e a alocação de crédito para setores considerados prioritários desapareceu, além disso, bancos estatais foram privatizados, restrições à entrada de novos participantes no sistema financeiro foram aliviadas e permitiu-se às instituições financeiras terem um maior campo de atuação (Hernandez e Parro, 2004). Estas foram medidas visando diminuir o papel do

22 Década perdida é o termo usado para se referir a década de 1980 quando os países da América Latina, atingidos pela crise dos juros internacionais e dramático acúmulo de dívida externa, simplesmente não conseguiram desenvolver suas economias. Hobsbawm usa o termo “Décadas de Crise”, que corresponde ao período que se inicia com a primeira crise do petróleo e se estende até o final dos anos 1980.

Estado no setor financeiro e estimular um ambiente de mercado competitivo. Também em linha com estes objetivos, o governo chileno reduziu o depósito compulsório dos bancos e financiou em até 90% do valor das compras nas privatizações de bancos estatais (Novaes, 2005).

Tais medidas foram capazes de gerar benefícios por alguns anos, mas o processo de liberalização financeira exige melhoras na estrutura de supervisão e regulação, medidas estas que não foram adotadas no Chile, aumentando a possibilidade de problemas de risco moral e seleção adversa. O aviso de que algo precisava ser feito veio com o aumento da taxa de juros nos mercados internacionais. Com as instituições financeiras concedendo muitos empréstimos, incorrendo em portfólios altamente concentrados e baixa exigência da lei quanto a provisão para empréstimos de pagamento duvidosos, o sistema financeiro ficou fragilizado, e os acontecimentos do início da década de 1980 foram altamente custosos²³ (Hernandez e Parro, 2004).

Com a evidente carência de regulação no setor financeiro, o país embarcou em uma segunda geração de reformas²⁴, aumentando substancialmente os poderes de supervisão e controle da Superintendência de Bancos e Instituições Financeiras (SBIF), que a partir de então poderia punir as instituições que ameaçassem a estabilidade financeira. A reforma regulatória mais importante foi a aprovação da nova Lei Geral Bancária de 1986 (Cifuentes 2002). Hernandez e Parro (2004), trabalhando com dados entre 1986 e 2003, concluíram que a reforma bancária de 1986 explica 23% do crescimento do mercado de capitais em relação ao PIB chileno, enquanto a reforma dos fundos de pensão de 1981, explica 34% (Novaes 2005).

A reforma dos fundos de pensão no Chile em 1981, que faz parte do conjunto de reformas da chamada segunda geração, merece ser tratado a parte por seu importante papel no desenvolvimento do mercado de capitais. Tal reforma teve grande impacto no mercado de capitais ao criar uma nova base de investidores institucionais e ao aumentar a demanda por melhoras na prática de governança corporativa, necessárias ao novo arranjo (Corbo,

23 Na verdade, as dificuldades encontradas no período fizeram o governo incorrer em um retrocesso na sua agenda de reformas, sendo necessário reestatizar alguns bancos para manter o equilíbrio do sistema financeiro (Hernandez e Parro, 2004).

24 A primeira geração de reformas visando liberalização financeira busca diminuir o papel do Estado e incentivar a criação de um ambiente de competição entre as instituições. Na segunda geração de reformas, tenta-se dar regras para que a competição se dê sem prejudicar o equilíbrio da economia com um todo.

apresentação). Por exemplo, agências de risco no país foram criadas como consequência da reforma.

Em 1981, o governo chileno substituiu o sistema de repartição por um sistema de capitalização individual, com os recursos passando a serem administrados por entidades privadas, criadas para esta finalidade, porém ainda subsiste um sistema de repartição residual financiado com recursos fiscais. Na introdução do novo sistema, os trabalhadores puderam escolher entre um sistema e outro, mas todos os novos trabalhadores tiveram de aderir ao novo sistema a partir de 1983, sendo a adesão dos autônomos voluntária. Com dois pilares, um compulsório e outro voluntário, o sistema permite aos trabalhadores que queiram aumentar o valor de sua aposentadoria, fazer contribuições adicionais em uma conta separada. Ao se aposentar, é possível optar por uma renda mensal vitalícia, sendo que nessa situação o saldo da conta é transferido para uma companhia seguradora que assume o risco do pagamento vitalício, tornando-se um instrumento de incentivo ao setor de seguros (Novaes, 2005).

Corbo e Hebbel (2003) fizeram um estudo que apresenta uma avaliação dos efeitos macroeconômicos da reforma sobre o PIB através de três canais principais: efeitos sobre o investimento, mercado de trabalho e mercado de capitais. A acumulação feita pelos fundos de pensão de uma quantidade enorme de fundos inversíveis induz o desenvolvimento de instrumentos financeiros e as instituições que emitem estes instrumentos têm que prestar mais informações aos investidores potenciais. Por outro lado, o crescimento dos fundos de pensão deve vir acompanhado de um aperfeiçoamento na regulação do sistema financeiro, visando aumentar a transparência das práticas do mercado e da administração dos fundos. *“A simultaneidade do crescimento dos fundos e das reformas institucionais do mercado de capitais sugerem que estes avanços são uma consequência direta da reforma do sistema de pensões”* (Corbo e Hebbel 2003, pág. 21).

Em relação à melhora de transparência, a partir de 1985 os fundos ficaram obrigados a avaliar eles mesmos os riscos de suas operações de acordo com parâmetros estabelecidos pelas autoridades, o que representou um contínuo aumento da troca de informações entre os emissores de ativos, as autoridades e os fundos de pensão. Além disso, a lei de 1994 consolidou as agências de risco independentes (Corbo e Hebbel, 2003).

Tabela 5 - Medidas do mercado acionário chileno, % do PNB

	Capitalização	Turnover	Valor Negociado
1995	108,6%	15,2%	16,5%
1996	89,6%	12,4%	11,1%
1997	91,0%	6,4%	5,9%
1998	67,2%	8,3%	5,6%
1999	97,3%	9,6%	9,3%
2000	85,4%	9,5%	8,2%
2001	85,5%	7,5%	6,4%
2002	76,7%	5,8%	4,5%
2003	100,3%	8,8%	8,8%
2004	112,2%	11,2%	12,6%
2005	108,3%	15,0%	16,2%

Fontes: Federação Mundial de Bolsas de Valores (WFE). Para PNB, Banco Central do Chile.

As tabelas 5 e 6 trazem dados para uma melhor avaliação do desempenho da bolsa de valores chilena. As variáveis mostradas na tabela 5 são usadas por Levine e Zervos (1998) como indicadores de desenvolvimento do mercado acionário de um país. Capitalização é uma medida do tamanho do mercado doméstico, e é igual ao valor das empresas domésticas listadas, dividido pelo PNB. *Turnover* e Valor Negociado são medidas da liquidez do mercado e refletem os custos de transação, sendo o primeiro dado pelo valor negociado na bolsa durante o ano dividido pela capitalização e o segundo, o valor negociado durante o ano dividido pelo PNB.

A alta capitalização como porcentagem do produto (mais de 100% nos últimos anos), visto na primeira coluna, é um indicador de que o mercado acionário chileno desempenha importante papel na economia segundo o critério de Czekaj e Owsiak (1999, apud Andriesz, Asteriou e Pilbeam 2003), para quem o mercado acionário passa a ter papel razoável na economia quando atinge entre 20% a 25% do tamanho da economia. Dos outros dois indicadores ilustrados na tabela podemos inferir que as políticas implementadas nos últimos anos têm alcançado bons efeitos permitindo o retorno ao patamar mais alto, obtido no início do período considerado.

Os motivos para a queda de liquidez observada a partir de 1995 seriam: a taxaço na emissão de *American Depository Receipts* (ADR's) no mercado secundário entre 1995 e

1988; o elevado tamanho dos fundos de pensão em relação aos demais investidores institucionais; diversas fusões e aquisições e permanência de forte regulação, segundo Novaes (2005) - autora que esperava uma recuperação destes indicadores a partir de 2003 por causa da remoção de entraves regulatórios por volta deste período e é exatamente o que obtemos para os anos de 2004 e 2005.

A tabela 6 traz uma comparação entre Brasil e Chile no quesito capacidade de levantar capital através da emissão de títulos em suas respectivas bolsas de valores. A soma para o período é 60 bilhões de dólares para o Brasil e 55 bilhões de dólares para o Chile, mas, dada a diferença de tamanho entre as duas economias (em 2003 a brasileira foi algo em torno de 7 vezes maior que a chilena), o desempenho do país andino é impressionante.

Tabela 6 - Capital levantado através da emissão de títulos nas bolsas de valores de Brasil e Chile, em milhões de dólares

	Brasil	Chile
1995	7.073	N.D.
1996	8.076	5.492
1997	6.736	3.763
1998	7.993	7.140
1999	97	6.133
2000	4.768	3.038
2001	6.418	8.017
2002	4.951	3.935
2003	1.725	7.421
2004	3.105	6.019
2005	9.702	4.314

Fonte: Federação Mundial de Bolsas de Valores (WFE).

Possivelmente a capacidade tanto do governo como das companhias privadas em obter recursos, através de títulos em sua bolsa de valores está ligada ao passado da política fiscal chilena, que obteve seguidos superávits entre 1986 e 2002 ²⁵ (Cifuentes et al.2002). Com o governo não sendo um voraz competidor por recursos, abre-se o espaço necessário para que o setor privado também possa captar e, mesmo que o governo precise lançar mão desta linha de ação, pode fazê-lo em melhores condições de negociação.

²⁵ As exceções são anos de 1999, 2001 e 2002 com déficits de 1,4%, 0,3% e 0,8% do PIB respectivamente.

Capítulo 3 – Brasil: Ambiente Legal e Novo Mercado

3.1 Contexto Brasileiro: Liberalização Financeira e Ambiente Legal

O processo de abertura financeira no Brasil nos anos 1980 e 1990, possui uma especificidade em relação a outros países latino-americanos, encontrada na proibição de depósitos e empréstimos em moeda estrangeira, para residentes e não-residentes, no sistema bancário local. Dessa forma, mesmo com o avanço da abertura em relação às transações de entrada e saída, no que diz respeito à conversibilidade entre moedas, só são permitidas transações com títulos públicos indexados ao câmbio e créditos com correção cambial. Nesse sentido, a liberalização financeira brasileira na década de 90 foi menos intensa do que na Argentina e no México. Mesmo assim, o grau de abertura financeira cresceu consideravelmente no período (Carcanholo, 2002). Entre as principais dimensões do processo de abertura destacadas por Carneiro (2000) estão: a ampliação da conversibilidade da conta de capital do balanço de pagamento; a substituição monetária parcial; e a presença estrangeira no setor financeiro.

Conversibilidade da conta de capital é definida como o grau de liberdade segundo o qual os fluxos de capitais circulam em um país. Os anos 90 presenciaram alterações no marco regulatório com o intuito de adaptar a legislação brasileira ao ambiente de globalização financeira e à nova realidade dos mercados centrais. Estas alterações tinham como pretensão viabilizar os investimentos estrangeiros em títulos e ações de residentes.

Nesse esforço de tornar mais fluidos os fluxos de capitais, ficaram facilitadas a captação de recursos (via ADRs²⁶); a saída de recursos (via FIEs²⁷ e CC-5²⁸); e o acesso de investidores estrangeiros ao mercado de ativos nacional, após modificação na regulação de Investimento Direto Estrangeiro e investimentos de *portfolio* (Carneiro, 2000). Contudo, o acesso ao sistema de crédito doméstico por não residentes continuou restrito, com a

26 *American Depository Receipts* (ADRs) são ativos financeiros emitidos por bancos americanos e representam propriedade indireta de ações de uma empresa estrangeira que são mantidas em depósito em um banco estrangeiro (Alexander, Bailey e Sharpe, 1995).

27 Fundos de Investimento Estrangeiros (FIEs), permitem ao residente investir em títulos da dívida brasileira no exterior, através da aquisição de quotas de fundos de investimentos constituídos no país.

28 CC- 5 são contas-correntes de residentes no exterior abertas junto a bancos no Brasil autorizado a possuir carteira de câmbio. Servem muitas vezes para que seus titulares movimentem recursos internos para o exterior como alternativa à utilização dos canais tradicionais.

legislação prevendo que esse acesso somente ocorrerá para empresas constituídas em território nacional, mesmo que de propriedade estrangeira.

O termo substituição monetária diz respeito às operações típicas de moeda local nas quais se usa uma moeda estrangeira como substituta, por razões de confiança ou segurança. O caso extremo seria a adoção de regimes de *currency board*, regime monetário e cambial no qual o país se compromete a converter, sob demanda, sua moeda local em outro ativo líquido de aceitação internacional, a uma cotação fixa.

Das formas de substituições monetárias, a dívida pública indexada ao dólar configurou-se como o mecanismo mais importante. Sua expansão é bastante rápida a partir de 1995 alcançando valores elevados em 1999. Esta expansão está ligada, em grande medida, a política do governo de oferecer *hedge*²⁹ aos agentes do setor privado. Costuma-se argumentar que tal crescimento deveu-se à inexistência de outros mecanismos de *hedge* na economia o que teria exacerbado a demanda por títulos dolarizados (Carneiro, 2000).

Outra importante forma de substituição monetária utilizada nos anos 90 no Brasil foram os contratos futuros de moeda estrangeira. Especificamente, tais operações são realizadas na Bolsa de Mercadoria e Futuros (BM&F) e uma das condições essenciais ao seu funcionamento é a certeza de seus participantes de que os ganhos serão recebidos no prazo e nas condições estabelecidas. A satisfação desta exigência fica a cargo do sistema de compensação de ganho e perdas da BM&F, que responde pela liquidação de negócios.

A avaliação sugere que houve um avanço no grau substituição monetária, em grande medida, fruto da política do governo em oferecer proteção ao setor privado viabilizando a entrada de recursos externos que deram sustentabilidade ao Plano Real antes da desvalorização cambial de 1999. Caso o governo não optasse por esta política, dado o grau de conversibilidade da conta de capital, um resultado possível seria intensa pressão sobre a taxa de câmbio devido à saída de capitais, colocando em risco a estabilidade dos preços.

Quanto a presença estrangeira no setor financeiro brasileiro, conforme Cavalcanti (2002), a permissão para que os bancos estrangeiros participassem da reestruturação bancária brasileira foi efetivada depois de agosto de 1995. Os grupos financeiros estrangeiros entraram no sistema financeiro brasileiro através de associações com bancos

29 Proteção contra uma eventual desvalorização da moeda brasileira.

domésticos existentes ou com grupos financeiros brasileiros fazendo aquisição de um banco.

Incerteza Jurisdicional

O mercado de capitais brasileiro embora possua um aparato bastante sofisticado para operacionalizar transações, não consegue exercer satisfatoriamente a função social a que se destina, a saber: o financiamento de longo prazo do setor privado. Entre as inúmeras causas que podem ser apontadas como motivo, nos ocupamos com o ambiente jurídico brasileiro. Em um ambiente onde a justiça é lenta e existe um viés desfavorável aos credores, os agentes acabam preferindo contrair operações de longo prazo através de vários instrumentos de curto prazo ao invés de enfrentar o risco jurisdicional (Teixeira, 2005).

Juros altos e a ausência de um mercado doméstico de crédito de longo prazo são fatores limitantes do desenvolvimento de um mercado de capitais. Arida, Bacha e Resende (2004), usando o conceito de incerteza jurisdicional tentam uma explicação para o fato de os juros continuarem altos em relação a outros países, mesmo depois de um bom equilíbrio da política macroeconômica.

O conceito de incerteza jurisdicional, segundo os autores acima citados, não deve ser confundido com o risco de fazer negócios no Brasil, o qual envolve dificuldades para abrir firmas, problemas de logística de transportes e portos, complexidade da legislação trabalhista e alta criminalidade. Incerteza jurisdicional é o resultado de um viés desfavorável aos credores nos tribunais brasileiros, fato que possivelmente tem origens culturais.

O viés é visível nas conotações sociais negativas atribuídas ao emprestador de dinheiro, visto como “banqueiro”, em oposição ao tomador, visto como “empresário”. O tomador é visto socialmente de maneira positiva, como aquele que gera empregos e riqueza e recorre ao banco para enfrentar problemas financeiros. Esse viés acaba sendo acentuado pela enorme desigualdade na distribuição de renda no país. Lamounier e Souza (2002), em pesquisa conduzida, apuraram que apenas 48% da sua amostra acham que os contratos devem prevalecer, acima de considerações sociais. Outro dado importante da mesma

pesquisa é que 61% dos entrevistados do Judiciário acham que o juiz tem função social e a busca por justiça social justifica decisões tomadas na quebra de contratos.

O resultado disso é que, independentemente da nacionalidade e residência do credor ou da denominação do contrato, o crédito de longo prazo para brasileiros, muitas vezes, só está disponível caso o palco para resolução de potenciais conflitos seja estrangeiro. É a incerteza associada ao estabelecimento de contratos sob jurisdição brasileira que está na raiz de um mercado doméstico de crédito de longo prazo pouco desenvolvido (Arida, Bacha e Resende, 2004).

Apenas para mostrar uma visão alternativa sobre os fatores que geram altas taxas de juros no Brasil, Holland (2006) apresenta duas causas, uma de origem fiscal e outra monetária. O componente fiscal afetando os juros e tornando-os persistentemente altos seria a gestão recente da dívida pública que reduziu a parcela de títulos indexados ao dólar. O que é considerado um importante resultado pelo autor, mas que exigiu a manutenção de juros elevados no processo de troca de títulos com indexação cambial, por títulos indexados à inflação ou taxa de juros. A parte monetária da explicação está ligada à função de reação do Banco Central em sua política de juros como resposta a mudanças nas expectativas de inflação.

Fazendo estimações usando Método Generalizado do Momento para o período 1999-2005, Holland encontrou para o Brasil, *Betas*³⁰ (no modelo de Holland, uma medida de reação do Banco Central a pressões inflacionárias) variando de 3,23 a 4,7 conforme a variante do método, números altos quando comparados com os de outros países³¹. Esses altos *Betas* encontrados apontam para um excesso de conservadorismo do Banco Central na condução da política monetária, embora possam significar também um trabalho feito pela instituição com intuito de construir credibilidade para sua política de metas de inflação.

Embora não seja o mercado de crédito exatamente o nosso foco, os problemas afetando o Judiciário podem ser estendidos até o mercado de capitais se assumirmos que este será tanto mais desenvolvido quanto maior a proteção dada aos credores. Cabral e

30 Beta menor que 1 sugere um banco central fazendo política acomodatória, Beta maior que 1 indica um banco central ajustando as expectativas a uma meta de inflação diferente da esperada pelo mercado (Holland, 2005).

31 Mencionados em Holland (2005), estão resultados encontrados para Alemanha, Japão, Inglaterra, França, Estados Unidos, Itália e Coréia, com os *Betas* variando de 0,77 para Coréia a 2,04 para o Japão.

Pinheiro (1999), em seu trabalho para obter uma estimativa empírica do impacto do desempenho judicial no desenvolvimento dos mercados de crédito, descrevem muito bem o longo caminho percorrido na maioria das vezes em que um devedor não honra sua parte do contrato e que não raro faz os credores desistirem de recuperar os créditos cedidos ou fechar acordo em um valor substancialmente inferior ao previamente compromissado. Usando dados anuais do período 1990/96 da pesquisa IDESP, os autores concluem que:

“Os resultados indicam que seria possível aumentar o volume de crédito em 8,5% do PIB apenas melhorando a classificação³² média do desempenho judicial em 17,8% (o que é equivalente a uma diminuição da proporção de avaliações “ruim” e “muito ruim” de 54,8% para 45,1%), Cabral e Pinheiro (1999, pág 38).

Lei das Sociedades Anônimas

Em estudo preparado por Barros et. al. (2000), a Lei das Sociedades Anônimas foi apontada como um dos fatores de atrofia do mercado de capitais brasileiro, ao beneficiar o controlador em detrimento de investidores e administradores, e com isso gerar empresas com base de capital pequena e desinteresse dos investidores.

A Lei das S.A. de 1976 possuía dois defeitos principais que afetaram o mercado de capitais brasileiro por muito tempo. Primeiro, era permitido que as companhias emitissem até 2/3 de ações sem direito a voto. Segundo, a Lei admitia prioridade na recuperação do capital emprestado como forma de recompensa pela subtração do direito de votar. E a mini reforma da lei de 1996, feita às pressas para facilitar o processo de privatizações, não procurou modificar estes elementos centrais (Barros et. al., 2000). Essas distorções que possibilitam a expropriação dos minoritários por parte dos controladores sem dúvida fazem com que potenciais investidores pensem bem antes de injetar capital em uma empresa

Objetivando reduzir os conflitos entre gestores, controladores e acionistas minoritários, foi sancionada em outubro de 2001 a nova Lei das S.A, alterando a legislação de 1976. Entre as principais mudanças, pode-se destacar que o número de ações preferenciais³³ não pode ser superior a 50% do total emitido, além disso, acionistas que

32 Classificação é tomada a partir das avaliações que os entrevistados fazem sobre o desempenho judicial.

33 Ações preferenciais têm prioridade no recebimento de dividendos, mas não têm direito a voto.

representam pelo menos 10% do capital total ou 5% do capital votante podem convocar Assembléias Gerais para deliberar sobre conflitos de interesses. Outro ponto interessante na nova legislação é a possibilidade da resolução de conflitos de interesse entre controladores e minoritários sob arbitragem de órgão especificado em estatuto. Embora tenha feito bons avanços em muitos pontos, a nova legislação para sociedade anônima manteve alguns problemas, o maior exemplo disso é que, mesmo diminuídos os poderes de acionistas controladores, ainda não foi atingida uma situação que se aproxime do paradigma de equidade: o *uma ação, um voto*³⁴ (Teixeira, 2005).

Lei de Falências

Entre os principais fatores apontados como impedimentos para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro estão as altas taxas de juros que as empresas enfrentam. Uma face do problema de juros altos refere-se diretamente à Lei de Falências, que através de seus mecanismos tem tornado difícil a recuperação de créditos cedidos, fazendo com que as instituições cobrem um alto prêmio pelo risco de não reaver o capital emprestado.

Em 15 de outubro de 2003 foi aprovada na Câmara dos Deputados, a reforma da Lei de Falências, visando aprimorar a Lei editada em 1945, criada em um contexto onde predominavam as empresas familiares. Na Lei de 1945, quando era decretada a falência, a empresa era fechada e lacrada para proteger o interesse dos credores. Tal procedimento faz sentido quando se trata de pequenas e médias empresas, mas não quando falamos das grandes, onde administradores e acionistas são entes diferentes e as unidades produtivas não se confundem com a administração financeira.

Entre as distorções econômicas geradas pela Lei de 1945, a mais importante apontada por Araújo e Lundberg (2003) é a prioridade dada ao pagamento de créditos fiscais e trabalhistas, causando muitas vezes o desinteresse dos credores em acompanhar e fiscalizar todo o processo de falência. Quando surgem dificuldades financeiras, as empresas deixam de pagar tributos e contribuições à previdência, quando finalmente a falência é decretada, não sobram recursos sequer para pagar estas obrigações fiscais e trabalhistas.

34 Grossman e Hart (1988) argumentam que em certas situações a estrutura de votação uma ação um voto é de longe superior às demais (Sercu e Vinaimont, 2002).

A reforma da Lei de Falências aprovada na Câmara traz algumas modificações importantes em relação à antiga. Um ponto interessante é a possibilidade de as empresas apresentarem um plano de recuperação quando enfrentarem dificuldades financeiras. Se o plano for aceito pelos credores, o juiz aprova o processo de recuperação judicial, do contrário a falência é decretada. De fato, o grande mérito da nova legislação de falências está no aumento da flexibilidade na recuperação das empresas, aproximando-se dos melhores padrões internacionais neste quesito, permitindo a manutenção das atividades e dos recursos produtivos.

Outro avanço é a quebra parcial da prioridade do fisco, o que deve estimular uma maior participação dos credores nos processos de recuperação e falência. A prioridade dos créditos trabalhistas segue intocada, enquanto agora, os créditos tributários serão recuperados na proporção de 1 para 1 para créditos cedidos com garantia real, ou seja, após serem pagas as dívidas trabalhistas, o restante é dividido meio a meio entre governo e credores com direito a garantias reais. É, sem dúvida, um avanço em relação a legislação anterior, mas ainda está distante do padrão internacional, segundo o qual, na maioria dos casos, os créditos com garantias reais são prioridade número um e os créditos fiscais vem por último (Araújo e Lundberg, 2003)

Todavia, fazer leis boas é metade da lição, a outra parte é construir um aparato que permita a aplicação efetiva da lei estabelecida, outro ponto onde o Brasil é falho. Então é possível supor que mesmo contemplando avanços, a incompletude da reforma terá seus efeitos agravados pela insegurança jurídica. E, mesmo com a reforma ajudando a diminuir os juros, as taxas continuarão maiores em relação às de países com melhor aparato jurídico.

3.2 Novo Mercado e Níveis Diferenciados de Governança

Com a intensificação da diversificação de *portfolio* no plano internacional e internamente com mudanças positivas no aspecto macroeconômico somados ao processo de privatização, o mercado de capitais brasileiro tornou-se mais atraente e acessível a investidores internacionais na década de 90. No entanto, os benefícios ficaram restritos a um número limitado de empresas que apresentavam liquidez, elevando a concentração do mercado no período. Com o encerramento das privatizações mais importantes, no final da

década, e o aumento dos custos de transação (CPMF) junto com crescimento do acesso às bolsas internacionais (ADR's), as bolsas brasileiras perderam a atratividade, sem que novas empresas conseguissem ocupar a lacuna deixada pela migração da liquidez das melhores empresas para outros mercados (Barros et al., 2000).

O esvaziamento do mercado de capitais no final da década de 90, e a constatação de que a maioria das empresas brasileiras nunca viu o referido mercado como fonte de recursos, levaram a BOVESPA, na tentativa modernizar e dar fôlego ao mercado acionário, a instituir no ano 2000, o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (Nível 1 e Nível 2), sendo que o primeiro é mais voltado às empresas não listadas que venham abrir seu capital, e os Níveis Diferenciados, às empresas já listadas.

A adesão a estes segmentos do mercado é facultativa devido aos custos iniciais, na sua maioria de ordem operacional, para se enquadrar às regras de governança sem uma certeza do retorno sobre estes custos, dado que a criação deste segmento é recente e poucos casos estariam disponíveis como fonte de observação no início. A premissa básica é que a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas companhias confere maior credibilidade ao mercado acionário e, como consequência, aumenta a confiança e a disposição dos investidores em adquirir as suas ações, e pagar um preço melhor por elas, reduzindo seu custo de captação.

A aposta do Novo Mercado é que o maior fluxo de informações proporcionado pelas empresas que aderirem possa reduzir as incertezas de potenciais investidores e também reduzir os custos de investigação em caso de impasse legal, tornando as resoluções mais justas e rápidas.

Para aumentar a eficiência dos julgamentos, faz parte do Novo Mercado a Câmara de Arbitragem, que é uma opção por reguladores e não juízes, para a resolução de conflitos de interesse, composta por árbitros especializados em assuntos societários, o que também reduz custos de investigação.

Nível 1

A maioria dos compromissos assumidos pelas empresas do Nível 1 referem-se ao fornecimento de informações que auxiliem na avaliação do valor da empresa. Estes compromissos podem ser reunidos em quatro grandes grupos.

- Informações adicionais nas Informações Trimestrais
- Informações adicionais nas Demonstrações Financeiras Padronizadas.
- Informações adicionais nas Informações Anuais.
- Regras de distribuição pública e dispersão.
- Divulgação de outras informações.

As ITR's (Informações Trimestrais), são documentos enviados à CVM e à Bovespa, trimestralmente, por todas empresas listadas em bolsa. Além das informações prestadas obrigatoriamente por lei, uma companhia Nível 1 se compromete a incluir: a) Demonstrações Financeiras Consolidadas; b) Demonstrações dos fluxos de caixa e do consolidado; c) abertura da posição acionária de qualquer acionista que detenha mais de 5% do capital social de forma direta ou indireta até o nível de pessoa física; d) quantidade e características dos valores mobiliários de emissão detidos pelos grupos de controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal; e) evolução da posição descrita em d) nos últimos 12 meses; f) quantidade de ações em circulação e sua porcentagem em relação ao total; g) Relatório de Revisão Especial de auditor independente.

Até o final de março, todas empresas listadas enviam à Bovespa e à CVM as Demonstrações Financeiras Padronizadas, documento que contém as demonstrações referentes ao exercício encerrado e comentários importante. As empresas Nível 1 cumprem essa exigência e incluem neste documento as demonstrações dos fluxos de caixa da companhia e do consolidado, discriminando em fluxos de operação, financiamentos, e investimentos referentes ao exercício encerrado.

Além das Informações Anuais que toda empresa deve prestar até o final de maio de cada ano, contendo informações corporativas, uma Companhia Nível 1 assume que apresentará os itens d), e) e f) das informações trimestrais.

Quanto às regras de distribuição pública e dispersão, cada empresa Nível 1 deverá manter no mínimo 25% das ações em circulação, visando melhorar a liquidez e a pulverização das ações. E, nas distribuições públicas, procedimentos especiais deverão ser adotados para garantir acesso a todos investidores interessados, procedimentos estes que estarão mencionados em prospectos que também descrevem os fatores de risco e a análise da administração a respeito das demonstrações financeiras, fornecendo mais subsídios para a precificação das ações.

Encerram os compromissos assumidos no Nível 1 a realização de pelo menos uma reunião anual com interessados para promover maior aproximação com investidores e as divulgações de: um calendário anual dos eventos corporativos programados, dos termos dos contratos firmados; e, por parte do acionista controlador, (mensalmente) qualquer negociação relativa a valores mobiliários da companhia, o que força a transparência dos negócios de pessoas que possam ter acesso a informações privilegiadas.

Nível 2

As empresas pertencentes ao Nível 2 devem assumir os mesmos compromissos que as empresas do Nível 1 e seguir outras regras adicionais. O quadro 1 relaciona as principais exigências do Nível 2 de governança corporativa.

A disponibilização de balanço anual segundo normas US GAAP ou IAS³⁵ visa facilitar a análise do investidor ao possibilitar maior extração de informações dos balanços. Leuz e Verrecchia (2000) analisando empresas alemãs que adotaram padrões contábeis IAS ou US GAAP, encontraram evidência de que maiores níveis de abertura de informações trazem ganhos econômicos estatisticamente significantes.

35 US GAAP (Generally Accepted Accounting Principles) e IAS (International Accounting Standards) são normas altamente rigorosas quanto à prestação de informações em demonstrativos financeiros. A primeira é padrão de aceitação americano, a última é padrão internacional.

Quadro 1 - Regras para adesão ao Nível 2
<ul style="list-style-type: none"> * Todas as regras do Nível 1. * Mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho Administrativo. * Disponibilização de balanço anual segundo normas US GAAP ou IAS. * <i>Tag Along</i>. * Possibilidade de voto às ações preferenciais em matérias relevantes * Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação do Nível 2. * Adesão a Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.
Fonte: Site da BOVESPA

Tag along é a extensão aos acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais, favorecendo o pequeno investidor ao garantir-lhe a chance de vender suas ações por um preço justo.

A possibilidade de voto estendida aos portadores de ações preferenciais em algumas matérias de grande relevância para o futuro da empresa³⁶, possibilita ao investidor defender melhor seus direitos. Na hipótese de fechamento do capital ou cancelamento do registro o investidor corre o risco de ver suas ações perderem valor e liquidez, para combater isso é obrigatório às companhias Nível 2 a realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação por valor econômico a ser calculado por empresa especializada.

A Câmara de Arbitragem é o órgão formado por árbitros especializados em questões financeiras, o que potencialmente permite chegar a soluções mais justas e rápidas em casos de conflitos de interesses. Em caso de deslistagem, a compensação para o investidor, prejudicado pelo não cumprimento de procedimentos acordados por parte da empresa, é a oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação pelo valor econômico que a empresa deverá realizar em 90 dias.

³⁶ Incluem-se entre as matérias relevantes: incorporação, cisão, fusão, contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo, e assuntos onde possa haver conflito de interesse entre o controlador e a companhia.

Novo Mercado

O Novo Mercado é o segmento de mais alta exigência em relação a procedimentos de governança corporativa. As empresas que aderem a este segmento devem assumir os mesmos compromissos acordados no Nível 2, exceto os referentes às ações preferenciais, além de outros. As principais exigências adicionais do Novo Mercado são: proibição de emissão de ações preferenciais e observação de *lock up period*³⁷.

A proibição de emissões de ações preferenciais garante que todos os investidores tenham o direito a voto. Acionistas exercem seu poder basicamente votando para nomear diretores e decidir assuntos importantes da companhia, por isso o foco dado por quem estuda direitos dos acionistas é sobre os procedimentos de votação. Por exemplo, os acionistas estarão mais bem protegidos quando os direitos de dividendos estiverem fortemente ligados aos direitos de votação, o que é conhecido por uma-ação-um-voto (Grossman e Hart, 1988 apud La Porta, Lopez, Shleifer e Vishny 1998).

Grossman e Hart (1988) e Harris e Raviv (1989) são os trabalhos seminais na literatura sobre estrutura de votação nas empresas. As condições iniciais que adotam para fazer a análise são similares, assumindo a existência de dois fluxos de caixa, o primeiro são os benefícios das ações indo para os acionistas, o segundo são os benefícios privados indo para os controladores. Assumindo também a existência de duas equipes rivais na administração, sendo uma incumbente e outra tentando tomar o poder, as duas com habilidades diferentes e, por isso, afetando de maneira diferente os níveis de benefícios que vão para acionistas e controladores. Grossman e Hart (1988) argumentam que, nessa situação, a existência de uma-ação-um-voto é de longe superior às demais estruturas de votação (Sercu e Vinaimont (2002).

Lock up period é a proibição de os controladores vender ações nos seis meses seguintes após a emissão, e do sétimo mês ao final do primeiro ano, os controladores ficam liberados para vender no máximo 40% de suas ações, o que garante ao investidor que os controladores não se desfarão de suas ações após a oferta pública e que com a emissão estão apenas buscando sócios para financiar a empresa e dividir riscos.

37 Período que os acionistas controladores precisam aguardam até poderem vender suas ações após uma emissão.

3.3 Metodologia

Para observarmos se melhores práticas de governança corporativa trazem benefícios às empresas que as seguem, fazemos uma comparação entre duas amostras de empresas utilizando índices econômico-financeiros montados a partir de demonstrativos financeiros disponibilizados pela BOVESPA. A primeira amostra é composta de companhias que adotaram melhores práticas de governança ao aderirem voluntariamente a algum Nível Diferenciado de Governança (Nível 1 ou Nível 2) ou ao Novo Mercado. Para segunda amostra foram tomadas algumas empresas que fazem parte do índice IBOVESPA.

O critério adotado para montagem da amostra de empresas que aderiram a melhores práticas de governança, que chamaremos por simplicidade de amostra Novo Mercado ou grupo Novo Mercado, foi relacionar as empresas que fizeram adesão em 2001 ou 2002, o que totalizou 17 empresas. Foram coletados dados para o período 2000 a 2005, com o corte para escolha de empresas se situando nos anos 2001 ou 2002 para que possíveis mudanças ocorridas devido à adesão tivessem tempo para tornarem-se visíveis.

Montamos a amostra IBOVESPA, tomando as 17 empresas com maior peso na composição do referido índice. Assim como na formação da amostra Novo Mercado, a amostra IBOVESPA exclui empresas caracterizadas como instituição financeira, por possível prejuízo, aos dados analisados, decorrente da diferente maneira destas empresas disporem seus ativos e passivos, e também pela alta lucratividade que tais instituições têm alcançado nos últimos anos. Algumas empresas que em nossa análise fazem parte do grupo IBOVESPA também aderiram a níveis mais elevados de governança, mas compõem a amostra IBOVESPA por terem aderido em anos posteriores a 2002, que é o nosso corte. Aderiram ao Nível 1: Vale do Rio Doce em 2003, Braskem em 2003, Arcelor em 2005, Sadia em 2003, Gerdau Metalúrgica em 2003; e aderiu ao Novo Mercado a Perdigão em 2006.

A tabela 7 mostra as empresas que compõem as duas amostras, e o ano de adesão para as empresas do grupo Novo Mercado.

Tabela 7 - Amostras Novo Mercado e IBOVESPA

Novo Mercado	Ano de adesão	IBOVESPA
CCR	2002	Petrobrás
Sabesp	2002	Vale do Rio Doce
Celesc	2002	Telemar Part
Marcopolo	2002	Usiminas
Net	2002	Eletróbrás
Randon	2001	CSN
Weg	2001	Caemi
Hering	2002	Braskem
Vigor	2001	Vivo
Gerdau	2001	Embratel Par
Aracruz	2002	Arcelor
Brasil Telec	2002	Copel
Ripasa	2001	Tim Part
Cemig	2001	Sadia
Klabin	2002	Ambev
Brasil T Par	2002	Gerdau Met
Tran Paulist	2002	Perdigao

Fonte: BOVESPA

Para os dois grupos são extraídos média, mediana e desvio padrão, ano a ano, de treze índices econômico-financeiros para o período 2000 - 2005, números que nortearão nossa análise de comparação. Na composição de alguns dos índices optamos por excluir os dados de algumas empresas por estarem claramente fora do padrão das demais, o que prejudica ou melhora de forma muito acentuada os resultados de uma amostra ou ainda pela falta de dados.

Na montagem do índice Cash Flow/Ativo Total, foram excluídos os dados de Aracruz e Ripasa para todo o período analisado, enquanto os números da Net deixam de compor o índice no triênio 2000 - 2002 devido à não disponibilidade de dados de depreciação em suas demonstrações financeiras, o que impossibilita encontrar o valor do Cash Flow definido como Lucros + Depreciação. O mesmo motivo é dado para a exclusão da Vale do Rio Doce (2000 - 2005) e Telemar (2000 - 2002).

A dificuldade de encontrar valores para acréscimo do imobilizado também está por trás da exclusão de Weg, Brasil Telec, Ripasa, Brasil T Par e Net na formulação do índice dado por Acréscimo do Ibolizado/Imobilizado Total da amostra Novo Mercado. Net está

fora somente nos anos 2000 e 2002 enquanto as demais estão fora em todo o período analisado. Enquanto na amostra IBOVESPA não foram disponibilizados dados do Acréscimo do Imobilizado para Vale do Rio Doce, Usiminas, Copel, Telemar Part, Braskem e Tim Part, sendo que, para estas três últimas os dados só não estão disponíveis para o triênio 2000-2002.

Em relação ao índice Ativo Permanente/Patrimônio Líquido, não compõem o valor final as empresas Net, CCR, Hering, Vigor, Gerdau e Klabin no Novo Mercado; e Telemar, Usiminas, CSN, Braskem, Vivo e Gerdau Met no IBOVESPA, pelo motivo de terem dados pouco comparáveis com os das demais empresas de suas respectivas amostras.

A empresa Net também não faz parte da composição dos índices Ativo Permanente/(Patrimônio Líquido + Exigível à Longo Prazo), Lucro Líquido/Vendas e Lucro Líquido/Ativo Total, no grupo Novo Mercado; e a empresa Caemi não tem seus dados utilizados para chegarmos ao número final do grupo IBOVESPA, para Lucro Líquido/Ativo Total.

3.4 Amostras Novo Mercado e IBOVESPA: Resultados

Começaremos a comparação entre os índices financeiros e econômicos das empresas do Novo Mercado e do Ibovespa através da observação da relação Ativo Permanente/Ativo Total, constante na primeira linha da tabela 8. É importante destacar alguns conceitos. Ativo Total, termo a que faremos referência na maioria dos índices apresentados, representa todos os direitos e bens possuídos por uma dada empresa enquanto que o Ativo Permanente é a parcela do ativo total composta pelos elementos que serão usados nos vários ciclos operacionais e, portanto, não se destinam à venda. O índice Ativo Permanente/ Ativo Total nos diz quanto a empresa aplicou no Ativo Permanente para cada R\$ 100 que ela possui como ativo.

Tabela 8 - Indicadores Econômicos da Amostra Novo Mercado, 2003 - 2005

	2005			2004			2003		
	Média	Mediana	Desvio	Média	Mediana	Desvio	Média	Mediana	Desvio
Ativo Permanente/Ativo Total	50,4%	50,1%	18,8%	51,5%	53,8%	18,2%	55,0%	58,6%	19,9%
Ativo Imobilizado/Ativo Total	46,7%	44,9%	18,9%	47,5%	47,5%	18,5%	50,9%	51,8%	20,3%
Investimentos/Ativo Total	1,87%	0,71%	2,15%	2,34%	2,74%	2,39%	2,85%	2,07%	3,30%
Cash Flow/Ativo Total	12,5%	13,1%	4,5%	11,8%	11,7%	5,9%	11,9%	11,8%	8,0%
Vendas/Ativo Total	72,3%	61,0%	37,5%	72,0%	62,5%	39,0%	67,6%	59,9%	35,9%
Acrésc. Imobilizado/Ativo Imobilizado	14,68%	15,78%	8,21%	14,28%	11,69%	9,69%	13,35%	10,76%	9,13%

Fonte: Bovespa

Tabela 9 - Indicadores Econômicos da Amostra IBOVESPA, 2003 - 2005

	2005			2004			2003		
	Média	Mediana	Desvio	Média	Mediana	Desvio	Média	Mediana	Desvio
Ativo Permanente/Ativo Total	54,2%	56,0%	13,4%	53,3%	55,8%	12,9%	52,7%	55,7%	12,9%
Ativo Imobilizado/Ativo Total	45,7%	47,5%	13,9%	45,1%	45,3%	13,9%	46,2%	47,5%	13,3%
Investimentos/Ativo Total	6,03%	3,58%	11,76%	6,11%	1,96%	13,25%	4,34%	2,65%	5,21%
Cash Flow/Ativo Total	13,9%	11,9%	9,5%	11,9%	11,2%	5,6%	10,7%	10,8%	5,7%
Vendas/Ativo Total	70,0%	63,4%	29,5%	71,3%	67,5%	35,9%	62,2%	58,6%	26,5%
Acrésc. Imobilizado/Ativo Imobilizado	21,65%	22,62%	10,02%	17,19%	16,09%	8,89%	13,69%	12,47%	9,45%

Fonte: Bovespa

Observando os resultados para este índice, apresentados nas tabelas 8 a 11, podemos notar que, na amostra Novo Mercado, a participação do Ativo Permanente dentro do Ativo Total decresce ano a ano, enquanto na amostra Ibovespa há um comportamento diverso: queda no triênio 2000-2002, e ascensão no triênio 2003-2005. A informação que podemos extrair desses movimentos é que as empresas de nossa amostra Novo Mercado têm conseguido manter suas operações destinando parcelas menores de seus recursos para bens e direitos que não são facilmente convertidos em dinheiro, o que, teoricamente lhes garantiria uma maior flexibilidade para aproveitar eventuais oportunidades de inversões ou fazer frente a necessidades de dinheiro imprevistas.

Tabela 10 - Indicadores Econômicos da Amostra Novo Mercado, 2000 - 2002

	2002			2001			2000		
	Média	Mediana	Desvio	Média	Mediana	Desvio	Média	Mediana	Desvio
Ativo Permanente/Ativo Total	57,5%	64,1%	20,3%	60,6%	64,7%	21,4%	62,0%	65,9%	20,9%
Ativo Imobilizado/Ativo Total	53,6%	57,2%	20,9%	56,3%	61,1%	22,2%	57,2%	62,1%	20,7%
Investimentos/Ativo Total	2,46%	1,03%	3,25%	2,33%	0,99%	3,29%	2,96%	0,69%	5,19%
Cash Flow/Ativo Total	3,8%	4,3%	9,4%	6,2%	5,0%	6,6%	8,0%	6,3%	4,8%
Vendas/Ativo Total	59,7%	45,9%	35,1%	54,7%	44,9%	37,0%	55,8%	47,0%	34,7%
Acrésc. Imobilizado/Ativo Imobilizado	10,29%	8,53%	7,99%	10,20%	8,84%	6,48%	10,39%	9,02%	5,84%

Fonte: Bovespa

Tabela 11 - Indicadores Econômicos da Amostra IBOVESPA, 2000 - 2002

	2002			2001			2000		
	Média	Mediana	Desvio	Média	Mediana	Desvio	Média	Mediana	Desvio
Ativo Permanente/Ativo Total	53,5%	58,5%	14,6%	58,9%	62,2%	13,9%	58,0%	59,8%	12,0%
Ativo Imobilizado/Ativo Total	46,4%	46,8%	14,7%	51,1%	51,6%	13,7%	52,1%	52,8%	12,3%
Investimentos/Ativo Total	5,01%	2,63%	6,49%	5,12%	3,20%	5,94%	3,69%	2,66%	3,39%
Cash Flow/Ativo Total	4,4%	3,5%	7,3%	7,4%	7,3%	5,9%	10,5%	10,6%	4,8%
Vendas/Ativo Total	53,3%	54,1%	20,5%	54,0%	54,5%	23,8%	52,3%	56,8%	21,9%
Acrésc. Imobilizado/Ativo Imobilizado	13,58%	11,79%	8,28%	14,50%	13,12%	6,81%	14,25%	12,37%	6,38%

Fonte: Bovespa

O segundo índice, Ativo Imobilizado/Ativo Total, visa mostrar quanto do total de bens e direitos possuídos pela firma está representado na forma de terrenos, construções, instalações, máquinas, equipamentos, móveis, veículos, marcas, patentes e outros ativos ligados à atividade operacional. Os índices mostram as duas amostras consideradas reduzindo a participação do ativo imobilizado no total de ativo, com as empresas do Novo Mercado apresentando média ligeiramente maior no ano de 2005, com menor mediana e desvio padrão.

A redução da participação do imobilizado pode refletir tanto uma queda na expectativa das empresas acerca do futuro do ambiente no qual estarão operando, quanto o fato de terem alcançado um nível alto de ativos necessários à manutenção das atividades nos primeiros anos que estamos analisando, e, estariam, portanto, diminuindo essa participação em busca do nível ideal. Uma hipótese não exclui a outra, dado que trabalhamos com um grupo de empresas, e os motivos que fazem cada uma tomar este ou

aquele curso de ação não interferem na decisão das demais. Tomando estes dois primeiros índices em conjunto, podemos afirmar que a amostra Novo Mercado não destina tanto dos direitos e bens que possui para ativos que podem ser de difícil conversão em liquidez quanto a amostra IBOVESPA, porém, desse montante relativamente inferior, mais recursos são direcionados a ativos relacionados às atividades operacionais da empresa, isso pode ser evidenciado pela participação, no Ativo Total, dos Investimentos; termo usado para designar participações em empresas coligadas e controladas além dos direitos não classificáveis no Ativo Circulante ou Realizável à Longo Prazo que não se destinem a manutenção da atividade da empresa.

As empresas do grupo IBOVESPA detêm uma maior fração de seus ativos na forma de bens e direitos não diretamente relacionados às atividades operacionais. E enquanto para as empresas do Novo Mercado tal relação tem decrescido quase ininterruptamente, para o outro grupo podemos observar aumento nos últimos três anos.

Casagrande (2002), usando a metodologia de Fazzari e Petersen (1993) em trabalho que procura identificar as fontes mais importantes de financiamento do investimento fixo de empresas brasileiras, admite a hipótese de que no Brasil, mesmo as empresas de capital aberto que divulgam informações no mercado de capitais não têm amenizados os problemas causados pelas imperfeições de um mercado de capitais em desenvolvimento, e observa ser o *Cash Flow* uma importante fonte de financiamento usada na ausência de acesso a recursos de longo prazo.

Cash Flow aqui definido como a soma lucros mais depreciação, nos mostra qual a potencialidade de um firma se manter fazendo investimento fixo quando se torna difícil obter recursos com prazos maiores para pagamento. Os dados das tabelas 8 a 11 revelam os dois grupos que estamos comparando aumentando a proporção do *Cash Flow* relativo ao Ativo Total, e mostrando melhora da capacidade de iniciar ou dar seqüência a projetos na impossibilidade de empréstimos de longo prazo. Nos últimos dois anos, as empresas IBOVESPA têm apresentado *Cash Flow* relativamente maior frente ao grupo Novo Mercado, embora este último apresente mediana superior e desvio menor, mostrando incidência de valores mais próximos entre si se observarmos empresa a empresa. Não

podemos afirmar se tal situação decorre de uma política deliberada das empresas ou se é apenas reflexo de um aumento nos lucros ou na depreciação.

A relação Vendas/Ativo Total também é conhecida como giro do ativo, e representa quanto a empresa vendeu para cada um real de investimento total (Matarazzo, 1992). Para chegar ao valor das vendas, trabalhamos com a conta 3.03 das demonstrações de resultado do exercício que se apresenta com a rubrica “receita líquida de vendas e/ou serviços”. O giro do ativo é um índice da eficiência geral de uma empresa (Blatt, 2001). Esse índice, assim como *Cash Flow*/Ativo Total é também um indicador do potencial de fazer frente a situações onde o financiamento de longo prazo para inversões está restringido.

As duas amostras trabalhadas apresentam ascensão quase ininterrupta do giro do ativo, começando com 55,8% e 52,3% em 2000 e atingem 72,3% e 70,0% na média, no final de 2005, para os grupos Novo Mercado e IBOVESPA respectivamente. Embora no final de 2005 as empresas do Novo Mercado apresentem na média, números um pouco melhores, a amostra IBOVESPA tem mediana maior (63,4% contra 61%), e uma distribuição com valores mais próximos de sua média. Podemos com estes resultados afirmar que os dois grupos melhoraram significativamente a eficiência de seus ativos, traduzindo-os em maiores vendas, sem poder dizer que um grupo está mais eficiente que o outro.

Acréscimo do Imobilizado/Ativo Imobilizado é uma medida de quanto em um dado exercício a empresa investiu em máquinas, construções, instalações, equipamentos e ativos ligados à atividade operacional como proporção do total de ativo imobilizado que ela já possuía.

As empresas do grupo Novo Mercado apresentaram em 2000 dados indicando aplicações no Imobilizado de 10,39% do ativo imobilizado, atingindo 14,6% em 2005. A amostra IBOVESPA também acelerou suas aplicações no Imobilizado, e neste índice obteve melhor desempenho comparado à outra amostra. Em 2003, os dois grupos estavam praticamente no mesmo patamar, próximo de 13%, nos dois anos seguintes o grupo IBOVESPA obteve 17,2% e 21,6% em 2004 e 2005 respectivamente, liderado pelo excepcional desempenho de Sadia (40% em 2005) e Tim (37% em 2005).

Resumindo os resultados encontrados até o momento, o grupo IBOVESPA disponibiliza uma maior fatia de seus ativos na forma de ativos permanentes, enquanto o grupo Novo Mercado compensa isso através de maior proporção dos ativos como ativos imobilizados ligados diretamente às atividades operacionais das empresas. No quesito eficiência e capacidade de geração de recursos próprios, as duas amostras têm evoluído, não sendo possível afirmar que uma amostra se sobressai sobre a outra. O diferencial a favor do IBOVESPA é o crescimento do acréscimo do imobilizado, liderando pelo ótimo desempenho de algumas empresas.

Um índice muito usado em análise financeira de balanços é o Liquidez Corrente, encontrado através da divisão do Ativo Circulante pelo Passivo Circulante. Ativo Circulante é a parte do Ativo mais líquida, de mais fácil conversão em dinheiro, são os bens que serão transformados em moeda em um prazo inferior a 360 dias ou durante o período operacional da empresa, sendo composto por disponibilidades em caixa e no banco, aplicações financeiras, créditos, estoques e impostos a recuperar entre outros. O Passivo Circulante é composto pelas obrigações da empresa que devem ser pagas em prazo inferior a 360 dias ou durante o ciclo operacional da empresa, e algumas de suas contas mais importantes são empréstimos e financiamentos de curto prazo, fornecedores e dividendos a pagar (Blatt, 2001).

Tabela 12 - Indicadores Financeiros da Amostra Novo Mercado, 2003 - 2005

	2005			2004			2003		
	Média	Mediana	Desvio	Média	Mediana	Desvio	Média	Mediana	Desvio
Ativo Circulante/Passivo Circulante	158,1%	164,7%	56,5%	149,6%	146,1%	69,0%	121,6%	122,8%	51,4%
Capital de Terceiros/ (Capital de Terceiros + Pat. Líquido)	61,1%	63,7%	14,4%	63,7%	62,5%	19,8%	64,5%	64,7%	19,4%
Passivo Circulante/ Capital de Terceiros	41,8%	41,4%	15,0%	44,6%	42,1%	16,7%	44,2%	41,7%	17,4%
Ativo Permanente/Pat. Líquido	123,4%	132,7%	47,0%	126,3%	133,8%	46,7%	133,4%	146,5%	49,6%
Ativo Permanente/(Pat. Líquido + Exigível a LP)	69,2%	73,3%	19,7%	70,3%	76,3%	18,7%	74,1%	80,2%	21,6%
Lucro Líquido / Vendas	13,2%	10,5%	12,3%	11,8%	9,6%	10,5%	13,0%	9,1%	10,6%
Lucro Líquido / Ativo Total	7,1%	6,5%	4,8%	7,0%	7,4%	5,6%	7,5%	6,8%	6,5%

Fonte: Bovespa

Liquidez Corrente mede quanto a empresa possui de Ativo Circulante para cada um real de Passivo Circulante (Matarazzo, 1992), indicando o embasamento financeiro frente aos compromissos de curto prazo (Blatt, 2001). Tanto Novo Mercado como IBOVESPA apresentam melhora nesse índice nos últimos três anos avaliados, com resultados

considerados bons por estarem acima de 1,0. Se assumirmos que os vencimentos dos direitos e das obrigações estão casados³⁸, os dois grupos estariam aptos a pagar pouco mais de uma vez e meia suas obrigações de curto prazo no final de 2005, com as empresas do Novo Mercado passando a uma situação mais confortável segundo esse índice após o ano de 2003, quando até então havia uma indefinição de quem estaria em melhores condições.

Tabela 13 - Indicadores Financeiros da Amostra IBOVESPA, 2003 - 2005

	2005			2004			2003		
	Média	Mediana	Desvio	Média	Mediana	Desvio	Média	Mediana	Desvio
Ativo Circulante/Passivo Circulante	152,8%	142,2%	49,9%	127,0%	127,9%	41,8%	126,4%	126,0%	28,2%
Capital de Terceiros/ (Capital de Terceiros + Pat. Líquido)	55,7%	52,5%	16,5%	61,2%	61,0%	14,7%	64,9%	67,0%	15,3%
Passivo Circulante/ Capital de Terceiros	47,7%	43,9%	16,0%	52,1%	48,9%	17,8%	47,0%	45,7%	16,0%
Ativo Permanente/Pat. Líquido	106,9%	110,0%	26,7%	119,0%	119,6%	32,7%	122,9%	129,4%	30,1%
Ativo Permanente/(Pat. Líquido + Exigível a LP)	78,4%	75,7%	21,2%	83,7%	81,0%	19,9%	82,1%	76,7%	23,3%
Lucro Líquido / Vendas	12,5%	9,7%	12,5%	10,1%	9,5%	9,1%	9,0%	8,5%	8,9%
Lucro Líquido / Ativo Total	7,4%	7,0%	7,2%	6,5%	7,5%	6,1%	5,1%	4,3%	5,0%

Fonte: Bovespa

Na avaliação financeira sempre é importante saber quanto uma empresa recorre a capitais de terceiros para seguir com suas atividades. Matarazzo (1992) sobre um índice semelhante ao que usamos, afirma que quanto relativamente menor a participação de capitais de terceiros, em melhor situação estaria a firma. Não concordamos inteiramente com esta afirmação, maior participação relativa de capitais de terceiros pode ser justamente um indicador de mais capacidade da firma em tomar recursos externos, de financiar seus investimentos e atividades sem depender tanto das vendas correntes.

O índice que usamos para medir a participação relativa de capitais de terceiros é dado por Capitais de Terceiros/(Capitais de Terceiros + Patrimônio Líquido). Aqui, Capitais de Terceiros foi definido como a soma de Passivo Circulante, já mencionado anteriormente, e Passivo Exigível à Longo Prazo, que são as obrigações da companhia com vencimento acima de 360 dias ou após o período operacional, e Patrimônio Líquido representa os recursos entregues pelos proprietários para a constituição da empresa e os lucros acumulados e não distribuídos.

³⁸ Casado é um termo usado em Finanças para dizer que os vencimentos dos direitos ocorrerão a tempo de cobrir os vencimentos das obrigações.

Tabela 14 - Indicadores Financeiros da Amostra Novo Mercado, 2000 - 2002

	2002			2001			2000		
	Média	Mediana	Desvio	Média	Mediana	Desvio	Média	Mediana	Desvio
Ativo Circulante/Passivo Circulante	109,8%	108,6%	49,6%	120,2%	118,4%	65,2%	130,1%	127,1%	61,7%
Capital de Terceiros/ (Capital de Terceiros + Pat. Líquido)	67,0%	67,6%	18,4%	62,1%	60,5%	20,6%	54,9%	54,9%	22,8%
Passivo Circulante/ Capital de Terceiros	43,6%	36,0%	19,0%	41,4%	41,3%	15,1%	45,8%	48,3%	16,7%
Ativo Permanente/Pat. Líquido	144,2%	160,8%	53,0%	126,3%	138,5%	40,5%	112,6%	107,8%	35,8%
Ativo Permanente/(Pat. Líquido + Exigível a LP)	79,5%	82,5%	24,7%	82,2%	86,1%	25,0%	80,2%	82,9%	19,5%
Lucro Líquido / Vendas	-2,6%	1,1%	16,0%	4,4%	5,4%	10,3%	8,7%	9,6%	10,5%
Lucro Líquido / Ativo Total	-1,0%	1,3%	7,4%	1,8%	1,8%	5,1%	4,0%	3,2%	4,6%

Fonte: Bovespa

Tabela 15 - Indicadores Financeiros da Amostra IBOVESPA, 2000 - 2002

	2002			2001			2000		
	Média	Mediana	Desvio	Média	Mediana	Desvio	Média	Mediana	Desvio
Ativo Circulante/Passivo Circulante	112,0%	111,7%	38,9%	116,8%	107,4%	35,0%	127,2%	120,9%	36,5%
Capital de Terceiros/ (Capital de Terceiros + Pat. Líquido)	67,0%	66,4%	14,7%	61,0%	61,2%	13,8%	56,4%	62,1%	15,1%
Passivo Circulante/ Capital de Terceiros	46,9%	46,2%	16,4%	41,5%	44,3%	10,5%	46,2%	48,2%	13,7%
Ativo Permanente/Pat. Líquido	131,8%	123,4%	39,5%	127,3%	122,2%	25,0%	130,8%	125,7%	21,4%
Ativo Permanente/(Pat. Líquido + Exigível a LP)	84,8%	77,8%	28,3%	87,0%	80,4%	30,2%	88,7%	80,9%	33,6%
Lucro Líquido / Vendas	-1,1%	0,3%	13,5%	5,9%	6,9%	14,3%	12,5%	7,9%	13,3%
Lucro Líquido / Ativo Total	0,8%	0,6%	6,1%	2,9%	3,5%	6,7%	5,4%	4,2%	4,9%

Fonte: Bovespa

Capitais de terceiros tendo participações relativamente maiores, nas empresas Novo Mercado nos anos 2004 e 2005, podem ser um sinal de melhores relações destas empresas com o mercado, um efeito de sua maior transparência e regras de governança. O movimento de queda nos índices para os dois grupos indica que estão recorrendo menos a terceiros como fonte de financiamento ou que o Patrimônio Líquido tem aumentado em um ritmo capaz de fazer baixar esta relação.

Para sabermos qual o percentual de obrigações à curto prazo em relação às obrigações totais fazemos uso do índice conhecido como Composição do Endividamento, encontrado através da divisão do Passivo Circulante pelos Capitais de Terceiros. Enquanto as empresas IBOVESPA não têm logrado diminuir suas obrigações para com terceiros de vencimento de curto prazo, a amostra Novo Mercado conseguiu retornar ao final de 2005, para um patamar muito próximo ao menor valor para este índice, observado em 2001,

obtendo melhores números na média do que a amostra IBOVESPA nos últimos cinco anos analisados.

Analisando os números do índice de Composição do Endividamento em conjunto com números da participação relativa do capital de terceiros, podemos dizer que as empresas pertencentes ao Novo Mercado têm conseguido recorrer mais a fontes externas de financiamento e com um perfil de dívida melhor, com prazos mais longos para pagamento do que o grupo que representa o IBOVESPA em nosso trabalho, um acontecimento digno de nota por se tratar de uma comparação contra as empresas de maior peso na composição do índice IBOVESPA e que teoricamente têm grande capacidade de obter recursos de fontes externas.

Imobilização do Patrimônio Líquido é o índice extraído da divisão do Ativo Permanente pelo Patrimônio Líquido, e nos diz qual a porcentagem do patrimônio líquido ou dos recursos próprios está investida no ativo permanente. Quanto maior for a Imobilização do Patrimônio Líquido, menos capital próprio está sendo investido no giro dos negócios. O ideal é que os recursos próprios sejam suficientes para cobrir com folga o valor do ativo permanente, liberando recursos para serem aplicados no giro.

Pelos dados das tabelas 12 a15, percebemos queda da Imobilização do Patrimônio Líquido para as duas amostras entre os anos 2003 e 2005. Enquanto IBOVESPA manteve-se próximo a 130% entre 2000e 2002, Novo Mercado passou de 112,5% em 2000 para 144% em 2002.

Os números sugerem que nos últimos três anos analisados, as empresas Novo Mercado têm recorrido mais às fontes externas ao aumentar seu ativo permanente em relação às empresas IBOVESPA. Tal situação indica relativamente boa capacidade de levantar fundos necessários de fontes diferentes do capital próprio, porém com diminuição de recursos para financiar o capital de giro. Nas empresas Novo Mercado este fato é contrabalançado pela maior tomada de recursos a prazo mais longos, conforme informa o índice dado por Ativo Permanente/(Patrimônio Líquido + Exigível a Longo Prazo).

Enfatizamos que os valores para o Novo Mercado se tornam menores que os do grupo IBOVESPA, na média, quando adicionamos a conta Exigível a Longo Prazo no denominador da Imobilização do Patrimônio Líquido, o que mostra um passivo exigível a

longo prazo relativamente grande em relação ao ativo permanente. As empresas Novo Mercado embora aumentem seu ativo permanente (principalmente através do imobilizado como vimos) usando mais recursos externos que o grupo IBOVESPA, o faz através de prazos alongados.

A condição acima só é sustentável para uma empresa se ela é capaz de gerar no presente, recursos que a permitam seguir com suas operações e honrar seus compromissos. Isto nos remete aos dois últimos índices calculados para as amostras, Margem Líquida e Rentabilidade do Ativo.

A Margem Líquida é obtida da relação Lucro/Vendas Líquidas e mede eficiência geral da empresa. O ano de 2002 é o ponto mais baixo para as duas amostras quanto a Margem Líquida, quando ambas apresentaram valores negativos³⁹. A partir de então, os dois grupos melhoram bem seus desempenhos, com Novo Mercado em 2005 praticamente repetindo os números de 2003 e IBOVESPA mostrando ascensão contínua, mas terminando com um valor menor.

Quanto a Rentabilidade do Ativo, índice que informa quanto a empresa obtém de lucro para cada cem reais de investimento total, novamente temos melhora do quadro dos grupos após um ruim 2002, com desempenhos praticamente idênticos nos dois últimos anos, sendo que o desvio menor aponta para um grupo Novo Mercado ligeiramente mais homogêneo que o IBOVESPA.

Os indicadores financeiros mostram que as duas amostras têm desempenhos semelhantes quanto à rentabilidade sobre seus ativos e vendas. A diferença notada no conjunto de índices financeiros refere-se ao endividamento. Os dados para as empresas do Novo Mercado sugerem melhor capacidade de recorrer a fontes externas para financiar suas inversões com melhor perfil de dívida, além de estarem em situação mais confortável para fazer frente às exigências de curto prazo.

³⁹ Isso ocorre mesmo com a exclusão dos números da Net, que apresenta Margem Líquida de 97,8% negativos em 2002, um claro *outlier*.

Conclusão

Nas experiências internacionais apontadas no trabalho, o foco dado para o impacto de melhor proteção ao investidor recaiu sobre o mercado de capitais como um todo. A análise feita no último capítulo, para o Brasil, contempla apenas um pequeno número de empresas. Espera-se que a partir de casos isolados de sucesso, o número de adesões evolua naturalmente e possa englobar o mercado em sua totalidade.

Neste trabalho procuramos detectar evidências no Novo Mercado e Níveis Diferenciados de Governança, de que garantia de proteção ao investidor e redução de assimetria da informação através de maior disponibilização de dados relevantes, possibilitaria às empresas melhores condições de obter recursos de fontes externas, além de melhores prazos para fazer frente aos seus compromissos. Para isto, foram analisadas duas amostras, de dezessete empresas cada, uma com empresas que aderiram a algum nível diferenciado de governança, e outra formada por empresas que compõem o IBOVESPA, excluindo-se nas duas amostras empresas caracterizadas como instituições financeiras. A comparação deu-se através de índices econômico-financeiros elaborados a partir dos demonstrativos financeiros das empresas.

Verificamos que a amostra IBOVESPA disponibiliza uma maior parte de seus ativos na forma de ativos permanentes, enquanto o grupo Novo Mercado compensou isso através de maior proporção dos ativos como ativos imobilizados, relacionado diretamente as atividades operacionais das empresas. No quesito eficiência e capacidade de geração de recursos próprios, as duas amostras têm evoluído, não sendo possível afirmar que uma amostra se sobressai sobre a outra. O diferencial a favor do IBOVESPA foi o crescimento do acréscimo do imobilizado, liderando pelo ótimo desempenho de algumas empresas.

Já os indicadores financeiros mostraram as duas amostras alcançando desempenhos parecidos quanto à rentabilidade sobre seus ativos e vendas. A diferença notada no conjunto de índices financeiros refere-se ao endividamento. Os dados das empresas Novo Mercado sugerem melhor capacidade de recorrer a fontes externas para financiar suas inversões, com melhor perfil de dívida, além de estarem em situação mais confortável para fazer frente às exigências de curto prazo.

Os dados para os índices Capital de Terceiros/ (Capital de Terceiros + Pat. Líquido) e Passivo Circulante/ Capital de Terceiros nos últimos anos aqui analisados são altamente sugestivos quanto a melhora das empresas do Novo Mercado em contrair recursos junto a fontes externas, e além disso com um melhor cronograma para fazer frente às suas obrigações, ao apresentar as empresas deste segmento com uma maior participação do capital de terceiros sobre o montante composto por capitais de terceiros e patrimônio líquido, e ter uma participação menor das obrigações de curto prazo sobre o total de recursos conseguidos com terceiros. Fatos que corroboram a predição da teoria que aponta benefícios a empresas que seguem regras rígidas de governança e transparência para com o mercado.

Na tentativa de observar os resultados até então encontrados para o esforço brasileiro de modernizar seu mercado de capitais, observamos exemplos seguidos por países que obtiveram razoável sucesso neste intento e, estão inseridos em contextos caracterizados por, liberalização financeira e aperfeiçoamento da proteção legal aos investidores, contexto teoricamente semelhante com o vivenciado pelas empresas de níveis de governança mais elevados no Brasil, porém um tanto diferente do que o enfrentado pela grande maioria das firmas no País.

A discussão quanto à opção ou não por repressão financeira, e a profundidade e seqüência de eventos na condução de um processo de liberalização são palco de acirrado debate no meio acadêmico e no início do trabalho apresentamos a fundamentação teórica que está por trás desta ou aquela opção. Nos países que analisamos, liberalização financeira pareceu ser o ponto de partida para o aperfeiçoamento de seus mercados capitais.

No México esse movimento inicial tomou forma como uma das medidas para fazer frente à crise iniciada com a alta dos juros internacionais no começo dos anos 1980, e no Chile ele foi iniciado já nos anos 1970 em um esforço do governo para diminuir seu papel no setor financeiro e criar um ambiente de mercado competitivo. Sem a devida estrutura de regulação e supervisão, estes dois países viram seus sistemas financeiros em situação fragilizada poucos anos após as reformas liberalizantes, forçando-os a tomar medidas no sentido de um ambiente com maior segurança para o investidor. Sugerindo que

aprofundamento na abertura financeira pode ser catastrófico sem as devidas reformas complementares.

A Polônia, país liberto do domínio soviético e guiado pelo objetivo de fazer parte da União Européia, adotou quase simultaneamente liberalização financeira e melhores regras para a intermediação de recursos. A República Tcheca completou seu pacote de reformas básicas juntamente com os poloneses em 1994, com ambos alcançando o mesmo patamar em um indicador de velocidade de transição para economia de mercado formulado pelo Banco Mundial, com a diferença que em Varsóvia, a requisição de prestação de informações por parte das firmas e intermediários era extremamente exigente em relação a de Praga.

O melhor desempenho do mercado de capitais polonês nos anos subseqüentes e a tentativa do governo tcheco de mudar sua postura quanto a regulação do mercado acionário sugerem um impacto positivo, de um ambiente que protege o investidor com relação a outro.

Uma limitação do trabalho, que pode servir como sugestão de pesquisa futura, foi a não comparação de desempenhos entre empresas que aderiram a níveis diferentes de governança. Por exemplo, seria possível formar uma amostra para cada nível diferenciado de governança na tentativa de observar o desempenho geral com relação a comprometer-se com regras cada vez mais rígidas de transparência e proteção ao acionista. A limitação justifica-se pelo pouco número de empresas que faziam parte dos dois níveis mais exigentes (Nível 2 e Novo Mercado) em 2002, ano adotado como corte para dar tempo que eventuais mudanças decorrentes de adesão pudessem ser observadas. Os anos 2004, 2005 e 2006 têm presenciado mais adesões ao Nível 2 e Novo Mercado do que ao Nível 1, invertendo a situação prevalescente no início da década e acenando com possibilidade de que a capacidade de aumentar o endividamento cria os incentivos necessários frente aos custos elevados das assimetrias. A diferenciação de empresas procurando evitar os custos da seleção adversa e do risco moral mostram que frente às oportunidades de novos investimentos, é fundamental para as empresas terem acesso ao financiamento de longo prazo para consolidar suas dívidas.

Referências Bibliográficas

- Alexander, G., Bailey, J., e Sharpe, W., “Investmentes”, 1995, Prentice Hall, New Jersey.
- Andriesz, E., Asteriou, D. e Pilbeam, K., The Linkage Between Financial Liberalization and Economic Development: Empirical Evidence from Poland, Discussion Paper Series 03/03, London City University.
- Araujo, A., e Lundberg, E. “A Nova Lei de Falências: uma Avaliação”, 2003, Economia Bancária e Crédito - Avaliação de 4 anos do projeto Juros e Spread Bancário. Banco Central do Brasil, p. 44-57.
- Arida, P., Bacha, E., Lara-Resende, A., “Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil”, 2004, Em: Giavazzi, F., Goldfajn, I., e Herrera, S. (orgs.). Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience, 1999 to 2003. Cambridge, MA: MIT Press.
- Banco Central de Chile, Estadística Económica – Estadísticas en Excel, disponível em: www.bcentral.cl.
- Barro, R., e Fischer, S., “Recent Developments in Monetary Theory, 1976, Journal of Monetary Economics, vol. 2, nº2, 133-67.
- Barros, J.R.M. , Cantidiano, L.L. , Carvalho, A.G. , Goldenstein, L. , Scheinkman, J.A. e Silva, T.M. , “Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro”, 2000, Elaborado por MB Associados, disponível no site da BOVESPA (www.bovespa.com.br).
- Bencivenga, V., and Smith, B., “Financial Intermediation and Endogenous Growth”, 1991, Review of Economic Studies, Vol. 58, pp. 195-209.
- _____, “Some Consequences of Credit Rationing in an Endogenous Growth Model”, 1993, Journal of Economic Dynamics and Control, 17, pag. 97-122.
- Bernanke, B., “Non Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression”, 1983, American Economic Review 73, June, 257-76.
- Bernanke, B., Gertler, M., “Financial Fragility and Economic Performance”, 1990, Quaterly Journal of Economics, February, 105 (1), 87-114.
- Blatt, A., “Análise de Balanços: Estrutura e Avaliação das Demonstrações Financeiras e Contábeis”, 2001, Makron Books, São Paulo.
- Boyd, J., e Prescott, E., Financial Intermediary Coalitions, Journal of Economic Theory, 38, (April 1986), 211- 232.
- Buffie, E., “Financial Repression, the New Structuralists, and Stabilization Policy in Semi-Industrialized Economies”, 1984, Journal of Development Economics, 14, 305-22.
- Cabral, C., e Pinheiro, A., “Mercado de Crédito no Brasil: o Papel do Judiciário e de Outras Instituições”, 1999 Ensaios BNDES no. 9. (www.bndes.gov.br).

- Carcanholo, M., “Abertura Externa e Liberalização Financeira: Impactos sobre Crescimento e Distribuição e Crescimento no Brasil dos Anos 90”, 2002, Tese de Doutorado, IE Unicamp.
- Carneiro, R., “Reformas Liberais, Estabilidade e Estagnação: a Economia Brasileira na Década de 90”, Tese (livre-docência), 2000, IE Unicamp.
- Carvalho, A. G., Ascensão e Declínio do Mercado de Capitais no Brasil: A Experiência dos Anos 90, *Economia Aplicada*, V.4, N.3, 2000.
- Casagrande, E. E., “Investimento e Financiamento no Brasil”, 2002, *Revista Venezolana de Analisis de Coyuntura*, Vol. VIII, Nº 2, Julio-Diciembre, Caracas.
- Cavalcanti, L., “O impacto da entrada dos bancos estrangeiros na oferta de crédito dos bancos privados nacionais”, 2002, VII Encontro Regional de Economia, CAEN, Fortaleza.
- Cifuentes, R., Desormeaux, J., e Gonzáles, C., “Capital Markets in Chile: From Financial Repression to Financial Deepening”. *The Development of Bonds Markets in Emerging Economies*. BIS Papers nº 11, Basel, june.
- Claessens, S., Djankov, S., Lang, L., *The Separation of Ownership and Control in East Asian corporations*, 2000, *Journal of Financial Economics* 58, 81-112.
- Copelman, Martina “Financial Structure and Economic Activity in Mexico”, 2000. *World Bank Research*, Washington D.C., January.
- Corbo, V., “Development of the Chilean Capital Markets – Presentation”. Disponível em www.bcentral.cl/esp/politicas/exposiciones.
- Corbo, V. and Schmidt-Hebbel, K., (2003). “Efectos Macroeconómicos de la Reforma de Pensiones en Chile. Resultados y Desafíos de las Reformas a las Pensiones,” *En PensionReforms: Results and Challenges*, FIAP.
- De Long, J., “Did Morgan’s Men Add Value? An Economist’s Perspective on Financial Capitalism”, in Peter Temin (ed.) *Inside the Business Enterprise: Historical Perspectives on the Use of Information*, Chicago: University Press.
- Demsetz, H., e Lehn, K., “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences”, 1985, *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- Diamond, D., *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*. *Review of Economic Studies* 51, (July 1984), pp. 393 – 414.
- Diamond, D., e Dybvig, P., *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*, *Journal of Political Economy* 91 (June 1983), pp. 401 – 419.
- Dymski, G., e Pollin, R., "Hyman Minsky as Hedgehog: The Power of the Wall Street Paradigm", em Steven Fazzari and Dimitri Papadimitriou, organiz., *Financial Conditions and Macroeconomic Performance: Essays in Honor of Hyman P. Minsky*, 1992, M.E. Sharpe, pags. 27-62
- Fazzari, S., e Petersen, B., “Working Capital and Fixed Investment: New Evidence on Finance Constraints”, *Randall Journal of Economics*, 1993, v. 24, n. 3, pag. 328-42.

- Federação Mundial de Bolsas de Valores (World Federation of Exchange – WFE), Annual Statistics, disponível em: www.world-exchanges.org .
- Fischer, S., “Long Term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Money Supply Rule”, 1977. *Journal of Political Economy* 85, pag.191-205.
- _____, “Recent Development in Macroeconomics”, *The Economic Journal*, 98, (June 1988), pp. 294 – 339.
- Fisher, Irving, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica* 1 (October 1933), pp. 337-57.
- Fohlin, Caroline, *Universal Banking in pre-World War I Germany: Model or Myth?*, Explorations in Economic History, Vol. 36, 1999, 305-343.
- Franks, J., e Mayer, C., “The Ownership and Control of German Corporations”, 1994, London Business School.
- Friedman, M. and Schwartz, A., *A Monetary History of The United States:1867—1960*, Princeton University Press, 1963.
- Friedman, M. "The Role of Monetary Policy.", 1968, *American Economic Review* 58, no. 1, pags. 1-17
- Fry, M., *Money, Interest and Banking in Economic Development*, Baltimore, John Hopkins University Press, 1988.
- Gerschenkron, Alexander. "El Atraso Económico en su Perspectiva Histórica", Barcelona, Ariel, 1968.
- Gertler, M., *Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview*, *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 20, N.3 (August 1988, Part 2).
- Gleaser, E., S. Jonhson, e A. Shleifer, 2000, *Coase Versus the Coasians*, Harvard e MIT Working Paper.
- Gorton, G., Schmid, F., “Universal Banking and the Performance of German Firms”, 1996, National Bureau of Economic Research, Working Paper # 5453, Cambridge, MA.
- Greenwood, J., e Jovanovic, B., *Financial Development, Growth, and the Distribution of Income*, *Journal of Political Economy*, 98, (October 1990), pp. 1076 – 1107.
- Greenwald, B., e Stiglitz, J., “Examining Alternative Macroeconomic Theories”. *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1, 1988.
- Grossman, S., Hart O., “The Costs and Benefits of Ownership: a Theory of Vertical and Lateral Integration”, 1986, *Journal of Political Economy*, 94, 691-719.
- _____, “One Share-One Vote and Market for Corporate Control”, 1988, *Journal of Financial Economics*, 20, 175-202.
- Gurley, J. and Shaw, E., "Financial Aspects of Economic Development," *American Economic Review* 45 (September 1955), pp. 515—38.
- Harris, M., e Raviv, A., “The Design of Securities”, 1989, *Journal of Financial Economics*, 24, 255-288.

- Hernandez, L., e Parro, F., “Economic Reforms, Financial Development and Growth: Lessons From Chilean Experience”, 2004.
- Hicks, J.R., “Mr Keynes and the ‘Classics’: A Suggested Interpretation”, 1937, *Econometrica*, Vol.5, No.2, pp.146-59.
- _____, “A Theory of Economic History”. Oxford: Clarendon Press, 1969.
- Holland, M., “Por que as taxas de juros reais de curto prazo são tão elevadas no Brasil”, 2006, texto apresentado em seminário na FCLAR/Unesp/Araraquara em 19/04/2006.
- Holderness, C., Sheehan, D., “The of Majority Shareholders in Public Held Corporations: an Exploratory Analysis”, 1988, *Journal of Financial Economics*, 20, 317-46.
- Hubbard, R., Capital Market Imperfections and Investment, *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXVI, (March 1998), pp. 193 – 225.
- Jafee, D., e Russel, T., Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing, *Quarterly Journal of Economics* 90, (November 1976), 651 – 666.
- Jensen, M., “The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems”, 1993, *Journal of Finance*, 45, 831-880.
- Jensen, M., e Ruback, R., “The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence”, 1983, *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50.
- Johnson, H., “Monetary Theory and Policy”, 1962, *American Economic Review*, vol. 52, nº 3
- Kang, J., e Shivdasani, A., “Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan, 1995”, *Journal of Financial Economics*, 38, 29-58.
- Kaplan, S., e Minton, B., “Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers”, 1994, *Journal of Financial Economics*, 36, 225-257.
- Kapur, B., “Alternative Stabilization Policies for Less-developed Economies”, 1976, *Journal of Political Economy*, Vol.84, nº4, August, pags. 777-796.
- Keynes, J.M. (1936) “The General Theory of Employment, Interest and Money”. NY, Harcourt, Brace & World, 1964.
- King, R., e Levine, R., “Finance and Growth: Schumpeter Might be Right”, 1993, *The Quarterly Journal of Economics*, August, pags. 717-737.
- Kohsaka, A., ”The High Interest Rate Policy Under Financial Repression”, 1984, *Developing Economies*, Vol. 22, pp. 419-452.
- Kumar, K., Rajan, R., Zingales, L., “What determines firm size?”, 1999, NBER Working Paper 7208. National Bureau of Economic Research: Cambridge, MA.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. e Vishny, R., “Legal Determinants of External Finance”, 1997, *Journal of Finance*, LII, 1131-1150.
- _____, “Law and Finance”, 1998, *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155.
- _____, “Investor Protection and Corporate Valuation”, 1999, NBER Working Paper 7403. National Bureau of Economic Research: Cambridge, MA.

- _____, Agency Problems and Dividend Policies Around the World, 2000, *Journal of Finance* 55, 1-33.
- Lamounier, B., e Sousa, A., “As Elites Brasileiras e o Desenvolvimento Nacional: Fatores de Consenso e Dissenso”, 2002, Instituto de Estudos Econômicos, Sociais e Políticos de São Paulo.
- Landis, James M., *The Administrative Process*, (New Haven, CT: Yale University Press, 1938).
- Leal Ferreira, C. K., “O Financiamento da Indústria e Infra-Estrutura no Brasil: Crédito de Longo Prazo e Mercado de Capitais”, 1995, Tese de Doutorado, IE Unicamp.
- Leuz, C., e Verrecchia, R., “The Economic Consequences of Increased Disclosure”, 2000, *Journal of Accounting Research Supplement*.
- Levine, R., *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXV, (June 1997), pp. 688 – 726.
- Levine, R., e Zervos, S., *Stock Markets, Banks, and Economic Growth*, *The American Economic Review*, (June 1998), pp. 537 – 558.
- Litterman, R. and Weiss, L., "Money, Real Interest Rates, and Output: A Reinterpretation of Postwar U.S. Data," *Econometrica* 53, 1985, 129-156.
- Lucas, R., “Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs”, 1973, *American Economic Review*, June, 326-34.
- _____, “On The Mechanics of Economic Development”, *Journal of Monetary Economics*, July, 1988, 22 (1), 3-42.
- Matarazzo, D., “Análise Financeira de Balanços: Abordagem Básica e Gerencial”, 1992, Editora Atlas.
- Mathieson, D., “Financial Reform and Stabilization Policy in a Developing Economy”, 1980, *Journal of Development Economics*, 7, pags. 359-395, North-Holland Publishing Company.
- McKinnon, R., “Money and Capital in Economic Development”, 1973, Washington: Brookings Institution.
- Minsky, H., *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press, 1975.
- Mishkin, F., "The Household Balance Sheet and the Great Depression", *Journal of Economic History* 38 (December 1978), pp. 918—37.
- Modigliani, F. and Miller, M., "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review* 48 (June 1958), pp. 261 —297.
- Novaes, Ana Dolores. “Mercado de Capitais – Lições da Experiência Internacional” em Bacha, E., e Oliveira Filho, L., “Mercado de Capitais e Crescimento Econômico”. Rio de Janeiro, 2005.
- Pagano, M., “Financial Markets and Growth: an Overview”, *European Economic Review*, 1993, 37, North-Holland, pags. 613-622.

- Phelps, Edmund S. "Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Employment over Time.", 1967, *Economica* NS 34, no. 3, pags. 254-81.
- Robinson, J., "The Generalization of the General Theory" in "The Rate of Interest, and Other Essays". London: Macmillan, 1952, 67-142.
- Secretaría de Hacienda y Credito Publico, Información Económica, disponível em: www.shcp.gob.mx.
- Scharfstein, D., "The Disciplinary Role of Takeovers", 1988, *Review of Economic Studies*, 55, 185-199.
- Schumpeter, J., "The Theory of Economic Development", 1912; Leipzig: Dunker & Humblot, translated by Redvers OPIE. Cambridge, MA: Harvard U. Press, 1934.
- Sercu, P, e Vinaimont, T., "One Share one vote?", 2002, KULEuven DTEW Working Paper.
- Shaw, E., "Financial Deepening in Economic Development", Oxford: Oxford University Press, 1973.
- Shleifer, A., e Vishny, R.W., "Management Entrenchment: the Case of Manager-Specific Investments, 1989, "Journal of Financial Economics 25, 123-140.
- Shleifer, A., Vishny, R.W., "A Survey of Corporate Governance", 1996, National Bureau of Economic Research, April.
- Sidaoui, J.J., "The Role of th Central Bank in Developing Debt Markets in Mexico", 2002, The Development of Bonds Markets in Emeging Economies. BIS Papers 11, Basel, junho.
- Sims, Christopher, "Money, Income and Causality", *American Economic Review* 62 (1972), pp. 540—542.
- _____, "Comparison of Interwar and Postwar Business Cycles Monetarism Reconsidered", *American Economic Review* 70-2 (May 1980), pp. 250-257.
- Smith, A., "An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations", 1776, London: W.Stahan & T. Cadell, 1776.
- Stiglitz, J., Weiss, A., Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, *American Economic Review* 71, (June 1981), pp. 393 – 410.
- Snowdon, B., Vane, H., *A Modern Guide to Macroeconomics*, Edward Elgar Publishing, 1994.
- Taylor, John B., "Aggregate Dynamics and Staggered Contracts", 1980, *Journal of Political Economy*, 58, pag. 1–22.
- Taylor, L., "Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World", 1983 New York: Basic Books.
- Teixeira, N., "O Mercado de Capitais Brasileiro à Luz de seus Avanços e Desafios", em Bacha, E., e Oliveira Filho, L., "Mercado de Capitais e Crescimento Econômico". Rio de Janeiro, 2005.

- Townsend, R., Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification, *Journal of Economic Theory* 21, (October 1979), pp. 265 – 293.
- Tsuru, K., “Finance and Growth: Some Theoretical Considerations, and a Review of the Empirical Literature”, 2000, OECD, Economic Department Working Papers n° 228. Disponível em: www.oecd.org/eco/eco.
- van Wijnbergen, S., “Stagflationary Effects of Monetary Stabilization Policies: A Quantitative Analysis of South Korea”, 1982, *Journal of Development Economics*, 10, North-Holland Publishing Company, pags. 133-169.
- _____, “Interest Rate Management in LDCs”, 1983, *Journal of Monetary Economics*, Vol.12, pp. 433-452.
- Williamson, S., Costly Monitoring, Optimal Contracts, and Equilibrium Credit Rationing, *Quarterly Journal of Economics* 102 (February 1987), pp. 135 – 145.
- Wurgler, J., “Financial Markets and the Allocation of Capital”, 2000, *Journal of Financial Economics* 58, 187-214.
- Zingales, L.,, The Value of the Voting Right: a Study of the Milan Stock Exchange, 1994 *The Review of Financial Studies* 7, 125-148.
- Zysman, J., “Governments, Markets, and Growth – Financial Systems and the Politics of Industrial Change”, 1983, Cornell University Press.