

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTTO SÓCIO-ECONÔMICO
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

**A IMPORTÂNCIA DO MERCADO DE AÇÕES PARA O CRESCIMENTO
ECONÔMICO DO BRASIL.**

CRISTIANE SAMUEL DE TOLEDO

FLORIANÓPOLIS
2006

CRISTIANE SAMUEL DE TOLEDO

**A IMPORTÂNCIA DO MERCADO DE AÇÕES PARA O CRESCIMENTO
ECONÔMICO DO PAÍS.**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao
Departamento de Ciências Econômicas da
Universidade Federal de Santa Catarina, para a
obtenção do título de Bacharel em Economia.
Orientador: Prof^o. Roberto Meurer

FLORIANÓPOLIS
2006

CRISTIANE SAMUEL DE TOLEDO

**A IMPORTÂNCIA DO MERCADO DE AÇÕES PARA O CRESCIMENTO
ECONÔMICO DO BRASIL.**

Banca examinadora

ROBERTO MEURER
Presidente da Banca

NICOLAU
1.^a examinador (a)

MÁRCIA MACHADO
2.^o examinador (a)

Abri/2006
Florianópolis

AGRADECIMENTOS

Primeiramente agradeço a DEUS. A esta força suprema que eu tenho plena certeza, esteve comigo a cada segundo desta caminhada, sem sua luz seria impossível.

Segundo agradeço a minha mãe querida D. Daura que me ensinou tudo o que precisei para ser forte e determinada. Com sua amizade, companheirismo e acima de tudo com o seu imenso amor que me motivou a cada dia na busca deste sonho.

Agradeço também com muito carinho a minha família em especial meus queridos irmãos Lú e Tiago que amo tanto e que sempre estiveram comigo e ao meu pai adotivo Jurandir que sempre torceu por mim com muito orgulho.

Ao meu marido Jonald (lindo!) que sempre me incentivou e confiou em mim. Obrigada por ser meu amigo me emprestando seus ombros para me consolar e por ter rido de tantas situações junto comigo também. Obrigada pelo companheirismo e compreensão das horas incansáveis de estudo. Você é o meu anjo!! És muito especial na minha vida!

Aos meus amigos que foram ponte de apoio e inspiração para poder chegar até aqui. Em especial aos meus amigos Wilson, Kátia, Rafa que sempre estiveram juntos nestes anos todos que compartilhamos muitas emoções. A minha amiguinha tão especial Lílian. Sua amizade foi uma das melhores coisas que aconteceram nesta jornada. Obrigada pelos dias incansáveis de estudo, pelas risadas, pelos conselhos, pelas ajudas e por estar sempre presente. Você é muito especial!

Aos professores e mestres que me auxiliaram na busca do conhecimento. Em especial ao meu professor e orientador Roberto Meurer.

A todos que de alguma forma fizeram parte deste pedacinho da minha vida. Muito obrigada!

*“... Já que nasceu vai fundo e tudo bem.
Você nasceu pra tudo que é seu!
Nem queira saber o quanto você tem. Você é,
você quer, você pode e se não se render
chega lá...”*

(Djavan)

RESUMO

O investimento e a poupança são a base do crescimento de um país. É através deles que o país consegue garantir a geração de empregos, melhores rendas e qualidade de vida. Com o crescimento das negociações e para dinamizar os investimentos é que surgiram os sistemas financeiros. Através deles os tomadores e poupadores conseguem alocar de forma mais eficiente seus recursos, pois com uma melhor estruturação das formas de transações o sistema financeiro proporciona maior transparência e segurança nas negociações. O mercado de ações tem papel importante na promoção do investimento e crescimento da poupança apresentando grandes vantagens para atrair todos os tipos de investidores e proporcionar as empresas que buscam capitalização via mercado acionário uma melhor estruturação administrativa, aumento da capacidade competitiva dos negócios e concretização dos seus projetos. Apesar das inúmeras vantagens que o mercado de ações proporciona se tem notado grandes dificuldades de sua atuação no seu papel de alocador dos investimentos. São identificados três fatores que prejudicam o papel do mercado de ações: as altas taxas de juros, tributação elevada e altos custos de abertura e manutenção das empresas em bolsa. A taxa de juros é uma das principais variáveis que desestimulam o investimento no mercado acionário e o Brasil é um dos países que possuem as maiores taxas de juros do mundo e isso torna o mercado de ações muito inseguro para seus investidores. A carga tributária do país também é outro entrave que prejudica consideravelmente os investimentos. Os altos custos para abertura e manutenção das empresas em bolsa são outro tipo de impedimento de mais e maiores investimentos. Muitas empresas não conseguem abrir seu capital devido aos custos elevados para abertura. Outras abrem seu capital, mas acabam fechando devido aos altos custos que implicam para manter a empresa no mercado acionário. Portanto, o mercado acionário é uma eficiente ferramenta para auxiliar no crescimento do investimento, mas sua atuação no Brasil é restrita devido a fatores conjunturais e estruturais que atuam diretamente sobre este mercado.

Palavras Chave: Investimento; Mercado de Ações; Impostos; Taxas de Juros; Altos Custos.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - PIB Per Capita –Brasil	14
Gráfico 2 – Investimentos Estrangeiros em Carteira - ações - US\$(milhões) /Período: Mensal	21
Gráfico 3 – Investimentos Estrangeiros em Carteira - ações - US\$ (milhões)/Período: Anual	22
Gráfico 4 – Valor real das empresas listadas na BOVESPA.....	24
Gráfico 5 – Emissão de Títulos – Ações em u.m.c (milhões) –	26
Gráfico 6 – Mercado de Ações em relação ao PIB	33
Gráfico 7 – Número de empresas listadas na BOVESPA	35
Gráfico 8 – Empresa admitida na Bolsa X Empresa cancelada no período de 2001 a 2004.....	36
Gráfico 9 – Evolução anual IBOVESPA – Real	38
Gráfico 10 – Médias reais diárias do volume negociado em bolsa	40
Gráfico 11 – Relação direta dos juros com o investimento	45
Gráfico 12 –Taxa de juros Over/SELIC – Fixada pelo COPOM	48
Gráfico 13 –Taxa de Juros – Over/SELIC	49
Gráfico 14 – Impostos no Brasil em (%) do PIB	50

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Mercado de Ações em (%) do PIB	34
Tabela 2 - Total Geral Negociado – Médias Diárias	40
Tabela 3 – Participação dos Investidores na Bovespa - Total (Compras + Vendas) - 2003 a 2005	41
Tabela 4 – Ranking das Taxas de Juros Reais dos principais países do mundo.....	46
Tabela 5 – Efeito da cobrança da CPMF na rentabilidade do investimento.....	52
Tabela 6 – Simulações de custos de emissão pública de ações - R\$ 100 milhões	53
Tabela 7 – Simulação dos custos anuais de manutenção da condição de cia. aberta	56

SUMÁRIO

RESUMO	06
CAPITULO I – INTRODUÇÃO.....	10
1.1 PROBLEMÁTICA.....	10
1.2 OBJETIVOS	11
1.2.1 <i>Objetivo geral</i>	11
1.2.2 <i>Objetivos específicos</i>	11
1.3 METODOLOGIA.....	12
CAPITULO II – CRESCIMENTO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO.....	13
2.1 O Conceito.....	13
2.2 Os sistemas financeiros e a viabilidade do investimento	16
2.3 A evolução do Sistema Financeiro no Brasil: sua importância e o impacto da abertura financeira no mercado de ações.....	19
2.4 Mercado de Capitais.....	22
2.5 O Mercado de Ações.....	25
2.5.1 O Mercado Primário.....	25
2.5.2 O Mercado Secundário.....	27
2.6 A abertura de capital.....	27
2.7 Vantagens e desvantagens de abertura do Capital de uma empresa no mercado acionário....	29
2.7.1 Vantagens.....	29
2.7.2 Desvantagens.....	32
CAPITULO III – O MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO.....	33
3.1 O desempenho do mercado acionário brasileiro.....	33
3.2 O IBOVESPA.....	37

CAPÍTULO IV - PRINCIPAIS ENTRAVES DO MERCADO ACIONÁRIO – TAXAS DE JUROS, TRIBUTAÇÃO E ALTOS CUSTOS.....	43
4.1 As Taxas de juros – um entrave ao investimento.....	43
4.1.2 <i>As Taxas de Juros no Brasil.....</i>	<i>45.</i>
4.2 Tributação e seus reflexos no Mercado de Ações.....	50
4.3 Custos no Mercado de Ações.....	53
4.3.1 <i>Custos Inerentes à abertura de capital.....</i>	<i>53</i>
4.3.2 <i>Custos de Manutenção de empresa na Bolsa.....</i>	<i>55</i>
CAPITULO V – CONCLUSÃO.....	58
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	61

CAPITULO I – INTRODUÇÃO.

1.1 PROBLEMÁTICA

Uma empresa, quando necessita de recursos para novos investimentos encontra várias opções no mercado financeiro, como empréstimos e financiamentos, emissão de debêntures, abertura de capital no mercado de ações entre outros.

Freqüentemente tem-se ouvido falar nas dificuldades de obtenção de créditos por parte das empresas e pessoas físicas. As empresas por necessitarem de empréstimos elevados, encontram geralmente no mercado de crédito dificuldades de obter o valor necessário para seus investimentos e acima de tudo enfrentam o pagamento de altas taxas de juros. Outra dificuldade se relaciona aos pagamentos destes empréstimos já que o retorno dos seus investimentos se dá geralmente de 03 (três) a 05 (cinco) anos. As pessoas físicas também possuem esta dificuldade de obtenção de crédito para realização de seus projetos e anseios, principalmente pela cobrança de altas taxas administrativas e taxas de juros.

Com estes agravantes, observa-se cada vez mais a relevância do mercado de ações no cenário econômico, que aparece como mais uma oportunidade para empresas, instituições e pessoas físicas de obterem recursos para tornarem possíveis seus projetos.

O mercado de ações pode ser dividido em dois segmentos: Mercado Primário e Mercado Secundário. As empresas, à medida que abrem seus capitais no mercado primário, conseguem através deste um importante recurso para viabilizar o seu investimento. É no mercado primário que as empresas irão se capitalizar, possibilitando a realização de seus objetivos de investimento.

O fortalecimento do mercado primário de forma que ele atraia cada vez mais empresas e investidores, implica na existência de um mercado de ações secundário que possui como função primordial dar liquidez aos papéis adquiridos no mercado primário. O mercado primário só existe porque há por traz dele um forte mercado secundário que garante que os papéis adquiridos poderão ser comprados e vendidos auferindo lucratividade para os investidores.

Com base nestas considerações, surge uma questão de extrema relevância: qual o papel do mercado de ações no investimento? A realização dos investimentos através deste mercado é relevante para o crescimento econômico do país?

O aumento de poupança e investimento em um país são fatores primordiais para que este consiga dar continuidade no seu objetivo de crescimento e desenvolvimento tanto econômico quanto social. É através do investimento que um país consegue a manutenção de empregos e geração de rendas, proporcionando um efeito cíclico de retornos positivos para as empresas e para a sociedade como um todo.

O desenvolvimento econômico pode ser visto como regra geral através de um aumento persistente da renda, atrelados a um aumento da produtividade e de mudanças estruturais no modo de produção do país. Para que seja possível o desenvolvimento econômico é de grande importância que haja o crescimento, que é a principal característica de um país que persegue o objetivo do desenvolvimento. O investimento é o fator propulsor desta realização, pois através dele as empresas conseguem os recursos necessários para viabilidade dos seus projetos. Ao mercado de ações cabe a função de viabilizador destes processos, alcançando em estágio elevado, o desenvolvimento econômico.

Pretende - se então, verificar o mercado de ações como um dinamizador da variável investimento e se através dele é possível uma maior solidificação das empresas frente a um mercado globalizado, contribuindo para o crescimento das empresas e da economia como um todo e ainda em última instância proporcionando um cenário propício para o desencadeamento do desenvolvimento econômico do país.

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral:

O objetivo deste trabalho é verificar a importância do mercado de ações para o crescimento econômico do país.

1.2.2 Objetivos Específicos:

- 1 – Identificar o mercado de ações como alocador eficiente do investimento.

- 2 – Verificar o desempenho do mercado de ações, procurando verificar sua capacidade de investimentos que contribuam para o crescimento econômico.

- 3 – Analisar as entraves ao mercado de ações: taxas de juros, tributação e altos custos, procurando identificar as limitações do mercado acionário como viabilizador do investimento frente a estes problemas.

1.3 METODOLOGIA

Esta monografia faz uso do método analítico para avaliar o mercado acionário em relação ao investimento. O trabalho será realizado através da utilização de teorias para definição de alguns conceitos tais como desenvolvimento e crescimento econômico e também utilizará uma pesquisa empírica quantitativa para avaliar a abertura de capital das empresas no mercado acionário brasileiro, o volume de negociações no mercado de ações, o fluxo de entrada e saída das companhias e principais investidores.

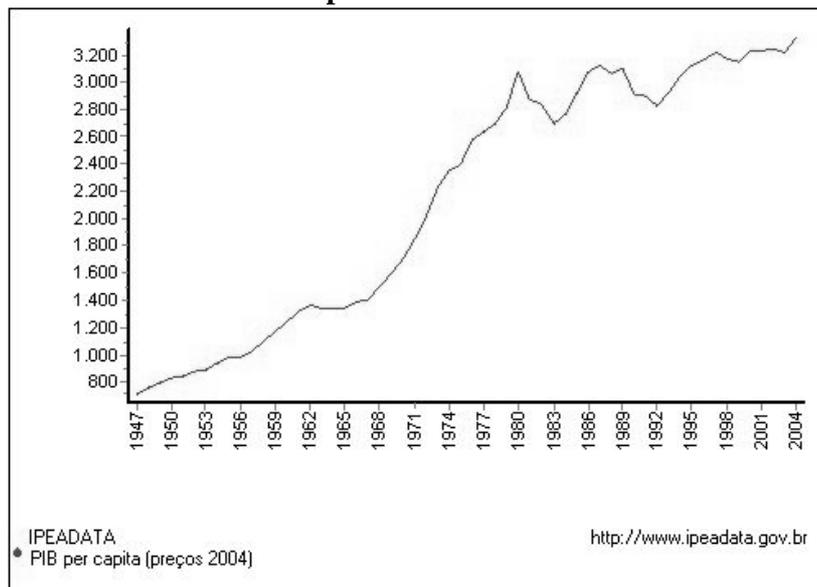
Estruturalmente o trabalho apresenta cinco capítulos. O primeiro com uma breve introdução que serve como base para o desenvolvimento da pesquisa contendo a problema e os objetivos pretendidos. O segundo conceitua o crescimento e desenvolvimento econômico e identifica e avalia o sistema financeiro, o mercado de capitais e o de ações como viabilizadores da variável investimento. O terceiro capítulo traz a explanação do desempenho do mercado acionário brasileiro. O quarto identifica e analisa os principais entraves do mercado acionário como as taxas de juros, tributação e custos advindos diretamente da abertura do capital no mercado acionário. O quinto capítulo traz as considerações e conclusões da pesquisa.

CAPITULO II – CRESCIMENTO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO.

2.1 O Conceito

Ao tratarmos da relação entre o mercado de ações e sua importância para o crescimento econômico do país é necessário conhecermos conceitos fundamentais como crescimento econômico e ainda conhecer aspectos fundamentais sobre o sistema financeiro e suas funções. Torna-se importante ainda sabermos que para haver desenvolvimento econômico se faz necessário que haja o crescimento econômico. Este é um dos principais aspectos que identifica se um país está perseguindo ou não seu objetivo maior que é o desenvolvimento econômico.

O crescimento econômico é habitualmente definido ou medido pelo aumento do PIB per capita ou mais comumente chamado de Renda Per Capita, ou ainda, pelo acréscimo da produtividade média do país. É medido em geral anualmente e os governos adotam metas para aumentar a performance destes índices de crescimento, o que reflete uma melhora da atuação política no mercado e das empresas que passam a contribuir em maior volume no produto do país. No Brasil, no período compreendido entre 1947 a 2005 podemos verificar uma evolução do PIB per capita. Conforme gráfico 1, constata-se que o PIB per capita vem aumentando gradativamente, principalmente a partir dos anos 60.

Gráfico 1 – PIB Per Capita -Brasil - 1947 a 2004

Unidade: US\$ de 2004

Produto Interno Bruto (PIB). Obs.: Elaboração IPEA. Série estimada utilizando-se o deflator implícito do PIB nominal, a taxa de câmbio real (R\$/ dólar americano (US\$) comercial (venda) média de 2004 e a população residente em 1º de julho.

Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)

Segundo Souza (1995), a economia cresce mediante estímulos específicos, que se transmitem, ao sistema como um todo, transformando-o. Neste aspecto podemos identificar o investimento como um dos fatores específicos para propiciar o crescimento econômico. Nas palavras de (HABERLER, 1976, p.44), “na verdade, o investimento, um fenômeno intrinsecamente dinâmico e uma determinante importante do crescimento, desempenha um papel chave.” A identificação do investimento como um dos fatores propulsores do crescimento se estabelece porque através da realização do investimento identifica-se um aumento da produtividade geral do país, assim como uma maior estruturação das empresas diante de um mercado competitivo.

[...] sobre o crescimento econômico, permitam-me examinar resumidamente os fatores “reais” que parecem exercer forte influência sobre a taxa de crescimento. Todos concordam que poupança e investimento é um deles. Quanto mais consumo corrente as pessoas estiverem dispostas e puderem poupar, e colocar em uso produtivo (investir), maior poderá ser o fluxo futuro de produto disponível para consumo ou para novos investimentos. (HABERLER, 1976, p.45).

Analisando as palavras de Haberler podemos identificar que o investimento também se caracteriza como fator adicionante de renda da sociedade em geral, já que propicia um retorno

esperado maior do que a renda poupada ou investida caracterizando mais um indício relevante de sua contribuição para o crescimento econômico.

Na intenção de não confundirmos os conceitos de crescimento e desenvolvimento econômico e para que possamos fazer uma avaliação realista dos fatores que permitem verificar em última instância se o mercado de ações é uma agente contribuinte para o desenvolvimento econômico, não há como não definirmos também este conceito, já que se torna de extrema importância para a pesquisa ora apresentada.

Existem várias linhas de pensamentos que definem desenvolvimento econômico. Para nossa pesquisa tomaremos como definição de desenvolvimento econômico aquele onde haja crescimento econômico contínuo (elevação PIB) envolvendo mudanças estruturais qualitativas e melhorias de indicadores econômicos per capita (elevação da renda).

Através do investimento, aliado a outros fatores como uma melhor distribuição da renda, mudanças estruturais qualitativas e melhoria das condições de vida, será possível a um país desencadear um processo de crescimento e conseqüente desenvolvimento econômico. Este conceito está de acordo com as linhas de pensamento de estudiosos como Joseph Alois Schumpeter, John Maynard Keynes e Michal Kalecki, que vêem no investimento um dos principais fatores que impulsionam o PIB, renda per capita, e tecnologia aliados a outras variáveis, os principais determinantes do desenvolvimento econômico. Nali de Jesus Souza (1995, p. 121), que analisa as teorias destes três autores nos diz que:

O desenvolvimento econômico se traduz por mudanças quantitativas e qualitativas das variáveis econômicas do fluxo circular, alterando sua estrutura e as condições de equilíbrio original. Aumenta a disponibilidade de bens per capita, em razão da maior taxa de crescimento da produção em relação à população. Melhora a qualidade dos produtos e dos serviços, assim como a renda média dos indivíduos.

Conforme o autor para haver desenvolvimento é necessário que haja aumento dos investimentos aliado a outros elementos exógenos para impulsionar a demanda efetiva, como a expansão dos gastos do governo e o aumento das exportações. Estes seriam elementos essenciais para elevar a economia para situações próximas ao pleno emprego. A organização interna das firmas constitui importante fonte de aumento de competitividade das exportações. A expansão comercial, ao gerar economias de escala e ao induzir melhorias infra-estruturais, produtoras de economias externas para as firmas, melhora uma vez mais a competitividade empresarial,

formulando um círculo virtuoso de desenvolvimento. O aumento das exportações não apenas gera efeitos de encadeamento sobre atividades de mercado interno, como complementa a demanda efetiva interna, possibilitando a expansão da oferta. (SOUZA, 1995, p.108 -109).

A variável investimento segundo a análise de Souza (1995) assume importância fundamental no processo de desenvolvimento econômico. O nível de investimento depende do montante dos recursos próprios das empresas, do nível dos lucros e da variação dos estoques de capital fixo. No entanto, o nível do investimento efetuado em um ano pode ser superior ao volume de recursos próprios disponíveis, se os empresários receberem crédito de fontes internas e externas. Portanto, o problema do financiamento do investimento é crucial em uma economia em desenvolvimento. (SOUZA, 1995).

Analisando os conceitos acima, podemos perceber que com o objetivo de alcançar o crescimento econômico surge a necessidade de realização de maiores investimentos para estruturação e fortalecimento das empresas no mercado e aumento do fluxo futuro de poupança disponível para consumo ou para novos investimentos. Este fator aliado aos problemas de financiamento dos investimentos volta-se para busca de alternativas e formas de organização que possibilite melhores e maiores alternativas na obtenção e concedimento destes financiamentos. É através da identificação destas necessidades que surge a estruturação de um sistema financeiro integrado mundialmente que prioriza a otimização das relações de investimentos. Segundo Carvalho:

Para a produção de serviços financeiros, como não é a tecnologia que impõe que serviços produzir e como produzi-los eficientemente, instituições tem de ser criadas para suprir este papel. Por isso, regras específicas á atividade, além daquelas que regem já todos os outros mercados são fundamentais e isto justifica a idéia de um sistema financeiro e não apenas de um setor financeiro. Este é um setor onde o papel da sociedade e dos governos é fundamental porque existem muitas possibilidades de modos de operação (CARVALHO *et al*, 2000, p. 311).

2.2 Os sistemas financeiros e a viabilidade do investimento

Com o advento da globalização que se ampliou a partir dos anos 80, com o avanço da tecnologia de informação, o desenvolvimento das telecomunicações e da informática, criou-se a necessidade de um mercado financeiro cada vez mais integrado nos diversos países e conseqüente reestrutura dos modelos de investimento (maiores opções para os tomadores e emprestadores). Os Sistemas Financeiros tornaram-se de fundamental importância para dinamizar o investimento nos

mercados financeiros. Passaram a sere definidos pelo conjunto de mercados financeiros existentes numa dada economia, pelas instituições financeiras participantes e suas inter-relações e pelas regras de participação e intervenção do poder do público nesta atividade (CARVALHO, 2000). Neste aspecto já não seria mais possível um país isolar-se nas operações do mercado financeiro. Este passou de um âmbito nacional para a integralização de todos os países.

Os sistemas financeiros se diferenciam através do tipo de relação entre os investidores de recursos e pelo perfil das instituições que praticam a circulação destes recursos entre eles. Segundo Santos (1979, p. 19):

Esta é uma das funções básicas do mercado financeiro: prover os canais através dos quais os agentes econômicos que têm fundos disponíveis possam aplicá-los numa variada gama de títulos emitidos pelos agentes econômicos que necessitam desses fundos.

Conforme o tipo de contrato adotado entre os agentes econômicos, o sistema financeiro será baseado no crédito ou no mercado de capitais. E, ainda dependendo da função exercida pelas instituições nessa relação do sistema financeiro poderemos identificar se as instituições operam de forma diversificada ou se estão restritas a nichos específicos do sistema (CARVALHO, 2000). Em sua maioria, as operações de créditos são feitas via bancos ou instituições autorizadas a operar com empréstimos. As operações no mercado de capitais, por sua vez são feitas apenas com corretores autorizados pela CVM.

Nos sistemas financeiros há dois tipos de captação de recursos: intermediação financeira ou a desintermediação financeira. As relações financeiras intermediadas são aquelas em que uma instituição financeira interpõe suas próprias obrigações no processo de canalização de recursos do prestador último ao tomador último. O maior exemplo de sistema intermediado, portanto, é o mercado de crédito. Nas economias menos avançadas, ou em desenvolvimento é comum o predomínio da intermediação financeira portanto, da utilização do crédito bancário como fonte financiadora de investimentos tanto de empresas como de pessoas físicas.

As relações financeiras desintermediadas são aquelas em que o prestador último retém consigo diretamente obrigações do tomador final. A desintermediação tem a premissa de reduzir custos nas transações, pois aumenta a rapidez e o número de operações, proporcionando maior liquidez. O mercado de ações é um dos representantes do mercado desintermediado, onde o

papel da instituição financeira se difere do papel no mercado intermediado. Nesta o papel limita-se a promoção da colocação de papéis, isto é, corretagem de valores. (CARVALHO, 2000).

Historicamente sociedades economicamente mais avançadas têm tendido a exibir estruturas financeiras onde o mercado de capitais (desintermediação) cresce continuamente em importância como canal de circulação de recursos em relação ao mercado de crédito. A significância dessa relação é reforçada pela constatação de que o processo de desenvolvimento financeiro das principais economias capitalistas tem como características a rápida expansão do mercado de títulos. (CARVALHO, 2000).

Conforme Mello (1979, p. 26):

Ao estudar a história econômica de qualquer comunidade que esteja apresentando um rápido crescimento, que o desenvolvimento da intermediação financeira - consubstanciada no surgimento, diferenciação e crescimento dos ativos, instituições e mercados financeiros - é sempre um aspecto característico das primeiras etapas do crescimento.

Contudo percebemos que não é só a transferência de fundos entre agentes econômicos que caracteriza a importância do setor financeiro numa economia de mercado. Neste mercado se desenvolve o processo de negociação de títulos previamente existentes em circulação e aos quais é propiciada a necessária liquidez. (SANTOS, 1979). Neste contexto, verificamos a importância do mercado secundário representado pelo mercado de ações que possibilita a liquidez dos títulos, facilitando aos agentes econômicos a recomposição das suas carteiras.

Para que possamos entender melhor como e onde o mercado de capitais contribui para dinamizar o investimento na economia de um país podemos avaliar, segundo Mello (1979), que os ativos financeiros como ações, debêntures, obrigações entre outros, possuem grande relação com os ativos físicos como fábricas, equipamentos, estradas, hospitais, escolas, residências, entre outros existentes na economia. “A formação de ativos financeiros é uma contrapartida no lado financeiro da economia, ao que ocorre no lado real da economia, em termos de crescimento do estoque físico de bens de capital”. (MELLO, 1979, p. 26).

Uma outra percepção, ainda referente aos ativos financeiros é que as transações de compra e venda destes ativos possuem uma importância fundamental para o desenvolvimento financeiro da economia. Conforme Mello (1979), a comercialização destes ativos possibilita uma intensificação das atividades financeiras, além daquelas já existentes (concessão de créditos,

depósitos á vista e a prazo, etc) trazendo melhores e maiores opções ao mercado financeiro e aos investidores. Neste contexto podemos afirmar que uma eficiente atuação das instituições financeiras pode incentivar a formação de capital, bem como a melhoria da utilização do fator capital na economia, daí a importância do elo entre a intermediação financeira e a formação de capital para geração do crescimento econômico.

O sistema financeiro possui então, dois aspectos que contribuem para o processo de formação de capital e, por conseguinte, o crescimento econômico do país. Segundo Mello (1979), a primeira contribuição seria para uma expansão do volume total de poupança do país através de maiores incentivos para poupar, investir e trabalhar. A segunda seria através da viabilização de uma maior eficiência quando da transformação desta poupança em capital real. Isto poderia ocorrer de forma que o sistema financeiro pudesse facilitar a troca destes ativos financeiros, ou poupança para um ativo real da economia que proporcione melhor lucratividade aos investidores; e, ainda pelo incentivo a uma alocação mais eficiente de novos investimentos, de usos menos produtivos para os mais produtivos, ou seja, uma transferência de recursos para os setores produtivos, onde existe grande capacidade empresarial. Ao analisar as palavras do autor percebemos que o crescimento econômico só é possível se os investimentos forem direcionados de forma eficiente, ou seja, os investimentos devem gerar níveis crescentes de bem-estar, retornos econômicos e conseqüente melhoria dos índices sociais do país.

2.3 A evolução do Sistema Financeiro no Brasil: sua importância e o impacto da abertura financeira no mercado de ações.

Conforme Carvalho (2000), no Brasil o sistema financeiro atual foi estruturado em meados dos anos de 1960 e gradualmente transformado, em função do contexto em que atuou desde então, marcado especialmente pelo regime de alta inflação. Somente em 1988 após mudanças profundas de regras é que veio a alterar a concepção de sistema financeiro que se buscava para o país. Entre 1964 e 1965 após o golpe militar criou-se o Banco Central, instituiu-se a indexação de contratos financeiros, o estímulo ao desenvolvimento de mercado de capitais não apenas de títulos públicos, como também de ações de empresas privadas, e a criação de fundos institucionais de investimento administrados pelo governo federal. Inicialmente adotou-se uma política de segmentação dos mercados determinando o grupo das instituições que poderiam atuar

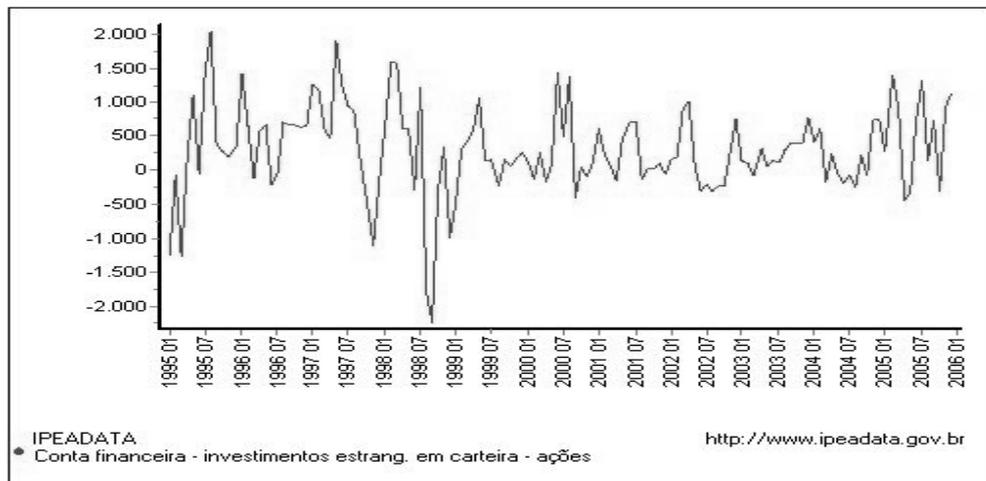
nos respectivos mercados como os bancos comerciais para operar o sistema de depósitos e empréstimos de curto prazo, os bancos de investimentos para promover o desenvolvimento de um mercado de capitais adaptado ao financiamento do investimento privado, as instituições de poupança e financiamento e investimento para o crédito ao consumidor e as corretoras, distribuidoras de valores para apoiar o desenvolvimento das bolsas de valores. Os créditos de longo prazo seriam inicialmente oferecidos por instituições como BNDE a partir dos recursos recolhidos do FGTS, o PIS e o PASEP.

Devido a fatores como aceleração da inflação a partir dos anos 1970 que levou ao desaparecimento de segmentos voltados ao crédito, a substituição da segmentação pela conglomeração financeira e a acumulação de desequilíbrios fiscais que acabou tomando o governo o principal tomador de recursos do sistema distorcendo a operação, em 1988 o Banco Central autorizou a criação de bancos múltiplos que passaram a combinar pelo menos duas carteiras de um conjunto de quatro, entre as quais as mais importantes são as de banco comercial e de banco de investimento. A partir daí, os anos 1990 passaram por um período de intensas transformações no setor financeiro brasileiro. O sistema financeiro passou a ser dominado por bancos múltiplos. Com o agravante da inflação o sistema brasileiro especializou-se no financiamento do Estado através da absorção de títulos da dívida pública. Com o plano Real em 1994 e a estabilização da inflação, os bancos voltaram-se para operações ligadas ao financiamento do consumo privado e da oferta de capital de giro às empresas. No entanto com a estabilização financeira, desencadeou-se um processo de vulnerabilidade externa da economia brasileira tendo o Banco Central que aumentar drasticamente as taxas de juros, o que acabou por aumentar o risco de aplicações junto ao setor privado, migrando então novamente a atividade bancária para o financiamento do governo.

Segundo Freitas (1999), a recente implantação e evolução do sistema financeiro brasileiro têm papel fundamental no mercado acionário e na viabilidade dos investimentos principalmente a partir dos anos 1990 período em que o Banco Central passa a possibilitar uma maior flexibilização nas regras no mercado financeiro. Esta flexibilização implicou em parte numa maior abertura do mercado financeiro para estrangeiros e o mercado de ações passou a ser o segmento mais aberto a investidores estrangeiros aumentando assim sua proporção de investimentos no país e provocando mudanças estruturais na maior bolsa de valores do país, a BOVESPA. Através da Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) nº 1.832/91 – do Anexo IV à Resolução nº 1.289/87, a qual disciplina os investimentos estrangeiros em títulos e

valores mobiliários de companhias abertas e que neste (Anexo IV) não está sujeito a critérios de composição, capital mínimo inicial e período de permanência, e permite a entrada direta de investidores institucionais estrangeiros no mercado acionário doméstico, definidos como fundos de pensão, companhias de seguros, instituições financeiras estrangeiras, fundos de investimentos constituídos no exterior, etc, o mercado secundário de ações passou a ser o segmento de mercado financeiro mais atingido pelo processo de abertura financeira, pois quase a totalidade dos investimentos estrangeiros que ingressou no país por meio do Anexo IV foi direcionada, essencialmente a aquisição de ações de empresas estatais em processo de privatização.

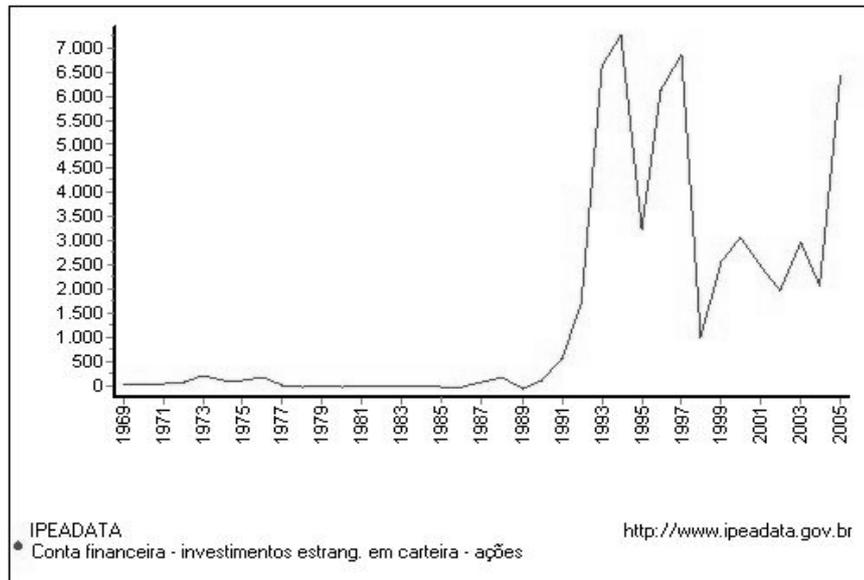
Gráfico 2 – Investimentos Estrangeiros em Carteira - ações - US\$(milhões) /Período: 01/1996 a 01/2006.



Fonte: IPEA

Podemos observar que os investimentos estrangeiros a partir do início de 1995, iniciaram uma tendência de alta, ficando geralmente acima de zero, o que não era realidade em anos anteriores. O gráfico 3 explicita a situação dos anos anteriores, onde apenas a partir de 90, podemos dizer que houve um indício de elevação destes investimentos, melhorando gradativamente ao longo do período.

Gráfico 3 – Investimentos Estrangeiros em Carteira - ações - US\$ (milhões)/Período: 1969 a 2005.



O processo de privatização em meados de 1994 foi um dos grandes responsáveis pelo aumento de negociações dos papéis no mercado de ações. Devido a uma maior abertura financeira e a prioridade da venda de várias estatais, o Brasil passou a ter intenso movimento no mercado de ações, impulsionando o financiamento via mercado desintermediado.

Este acontecimento contribuiu grandemente para um crescimento e aperfeiçoamento do mercado de capitais brasileiro. Com a entrada do capital estrangeiro o país passou a ser visto como grande promessa de crescimento no segmento de mercado de capitais.

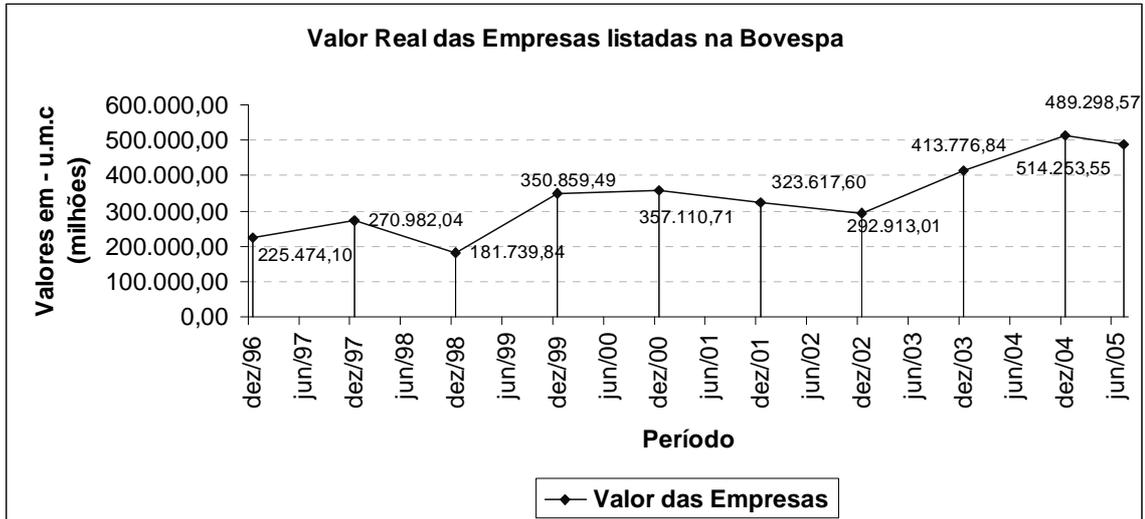
2.4 Mercado de Capitais

O Mercado de Capitais dentro do sistema financeiro representa um importante captador de fonte de recursos de médios e longos prazos para as empresas. As operações de mercado de capitais são em geral muito mais atrativas do que os financiamentos tradicionais já que os menores custos proporcionados pela desintermediação financeira e a maior rapidez nas transações trazem aos investidores maiores autonomia nas decisões e melhores rendimentos.

O Mercado de Capitais é uma rede formada pelas Bolsas de Valores e instituições financeiras (bancos, corretoras e seguradoras) que negociam papéis (ações e títulos) em longo prazo e que possui funções de transformação e apoio como a conversão de ativos líquidos em investimentos fixos, procurando atender as necessidades específicas de poupadores e investidores, a capacidade de transformação dos prazos das operações conciliando o desejo do poupador de oferecer recursos de curto prazo com a necessidade dos investidores de obter recursos de médios e longos prazos, capacidade de transformar pequenos e médios montantes de capital, acumulados gradativamente por diferentes poupadores, em grandes e consolidados montantes de capital, capacidade de transformação de riscos permitindo uma diluição de diferentes graus de risco de aplicações específicas, por meio de uma composição de risco razoável e relativamente baixo, agilização do processo de transferência de recursos facilitando a criação de ativos padronizados e capacidade de obter um grau aceitável de divulgação de informações no que concerne à oferta e demanda dos recursos, servindo tanto para os poupadores quanto para os investidores (MELLO, 1979).

Estas funções atribuídas ao mercado de capitais nos permitem verificar a sua importância no processo de crescimento e estruturação das empresas, já que atua como um dos principais agenciadores do processo de formação de capital e conseqüentes transformações estruturais no modo de produção das empresas. Este mercado funciona como uma opção aos investidores de obtenção dos seus financiamentos e aos poupadores como uma ferramenta para o retorno de suas aplicações de recursos. Os principais investidores do mercado de capitais são os institucionais, pessoas físicas, estrangeiros, empresas públicas e privadas e instituições financeiras. Para retratar a grande importância desse mercado, podemos verificar dentro do mercado de capitais o mercado de ações brasileiro que conforme gráfico 4, apresentou um aumento no valor de mercado das empresas listadas em bolsa.

Gráfico 4 – Valor real das empresas listadas na BOVESPA – Período 12/1996 a 06/2005.



Os valores foram deflacionados com base no Índice IPCA geral. Valores com base em DEZ 96=100.

Fonte: Banco Central e IPEA

Elaboração: Autora

Houve um crescimento real aproximado de 02 (duas) vezes do valor considerando o período de 1996 a 2005, retratando uma significativa importância ao mercado financeiro com um fortalecimento destas empresas frente ao mercado internacional e uma maior atratividade de investimentos. Em 2004 esse crescimento esteve na casa de 25% sobre o valor de dez-2003, alcançando um valor real de R\$ 514.253 bilhões no final do ano. Estes resultados são reflexos do bom desempenho da Bolsa no mesmo período, conforme constatamos na análise do IBOVESPA. Houve maior atratividade de investidores para o mercado de capitais, com destaques para os investimentos estrangeiros que proporcionou uma elevação do valor das empresas listadas na bolsa. Como vimos na análise destes dados, podemos concluir com as palavras de Mello:

É nítido que o mercado acionário, ao atuar como um instrumento de capitalização da empresa privada nacional, pode enrijecer sua estrutura de capital, capacitando-a a enfrentar mais facilmente os embates ocasionados por uma reversão conjuntural no mercado de produtos e/ou na oferta de crédito, servindo, pois como instrumento auxiliar de grande valia no combate antiinflacionário a médio e longo prazo. (MELLO, Pedro Carvalho, 1979, p.33,34).

2.5 O Mercado de Ações

Entende-se por ação um título negociável que representa a menor parcela em que se divide o capital de uma sociedade anônima. O mercado de ações possibilita que uma empresa ganhe condições de obter novos recursos não exigíveis (a empresa não tem obrigação de comprar novamente as ações), como contrapartida à participação no seu capital. Com os recursos necessários, as empresas têm condições de investir em novos equipamentos ou no desenvolvimento de pesquisas, melhorando seu processo produtivo, tornando-se mais eficiente e beneficiando a sociedade como um todo. O mercado de ações está subdividido em dois mercados: o primário e o secundário.

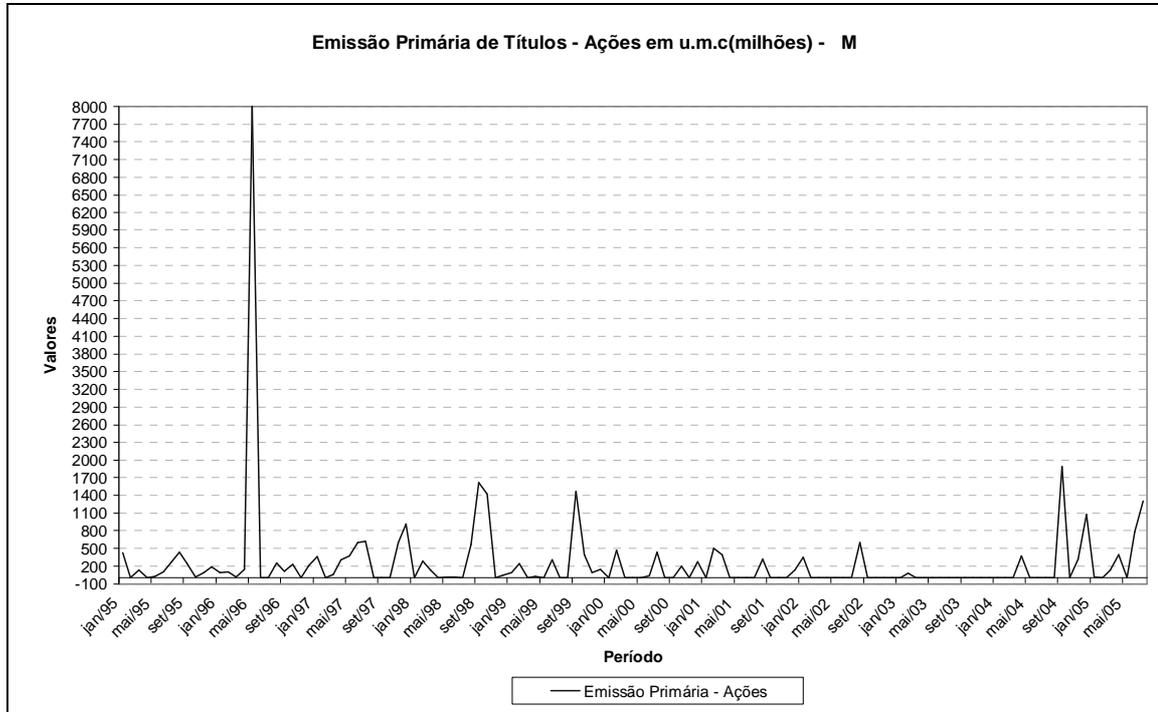
2.5.1 O Mercado Primário

É aquele correspondente à compra de ações, resultante de emissões de capital efetuadas pelas empresas. É no mercado primário que se dá a captação de recursos de que as empresas necessitam para o financiamento do seu investimento.

No mercado primário brasileiro com exceção do ano de 1996 as emissões de ações primárias brasileiras mostraram-se sem muitas alterações no volume de emissões de títulos. Houve um período crítico entre mar-2003 e mar-2004 onde não houve emissões de títulos. No final de 2004 observou-se uma recuperação das emissões dando continuidade da evolução no ano de 2005.

Segundo BOVESPA (1996), o grande sucesso no número de emissões em 1996 que chegou ao recorde de R\$ 7.998 bilhões em maio/1996 pode ser explicado pela adoção de uma política monetária com vistas à retomada do crescimento econômico por meio de uma redução gradual das taxas de juros e de estímulo à oferta de crédito, tendo como cenário a crescente inserção internacional do país, sem perder de vista a necessária manutenção da estabilidade da moeda. Aliado a estes objetivos surgiu o COPOM que passou a garantir maior transparência nas decisões das políticas monetárias adotadas, atraindo um maior número de empresas e investidores ao mercado de capitais.

Gráfico 5 – Emissão de Títulos – Ações em u.m.c (milhões) – Período 01/1995 a 05/2005.



Fonte: Banco Central

Elaboração: Autora

A relativa queda das emissões no ano de 1996 já no final do segundo semestre para o ano de 1997 pode ser em parte explicada devido à aprovação da Emenda Constitucional nº 12/96, que criou a Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF), que vigorou no período de 23 de janeiro de 1997 a 22 de fevereiro de 1998, beneficiou os fundos de investimento financeiro de maior prazo, como os de 60 dias, que passaram a receber elevadas aplicações no final de 1996, em razão da iminente perda de atratividade de outras aplicações, devido à incidência da CPMF.

Em 1997, houve significativa redução das emissões de ações no mercado primário e ainda uma fuga do mercado de curto prazo, em decorrência da cobrança da CPMF, que teve forte impacto negativo sobre a sua rentabilidade. A partir do ano 1997 as emissões primárias mensais não passaram de R\$ 2.000 bilhões, significando uma grande fuga das empresas para financiamento via outros mercados. No ano de 2004, principalmente no segundo semestre após longo período de baixas emissões em relação ao ano de 1996, o mercado volta a apresentar sinais de confiança e atinge em setembro de 2004, R\$ 1.889 bilhões de emissões primárias em ações sendo sua melhor performance desde o ano de 1996.

2.5.2 O Mercado Secundário

É onde são transacionadas as ações na forma de leilões organizados, em recintos fechados denominados salas de pregões, sob a organização e a fiscalização das próprias Bolsas de Valores. A existência de um mercado secundário é de extrema importância, pois é este que garante principalmente a liquidez dos papéis adquiridos no mercado primário.

O Mercado acionário funciona como uma grande fonte de recursos para o financiamento empresarial. Para que seja possível a realização deste financiamento é necessário que a empresa pretendente, seja uma companhia de capital aberto, ou ainda, a empresa deverá emitir ações para o público em geral, que poderão ser transacionadas em Bolsas de Valores e nos mercados organizados. Ao abrir seu capital a empresa ganha a denominação legal de sociedade anônima.

Segundo Cavalcante (1998), é imprescindível que ao intencionar abrir seu capital no mercado de ações a empresa faça um balanceamento entre o retorno oferecido pelo projeto financiado pela abertura de seu capital e o risco do negócio, ou seja, é necessário medir o nível de endividamento e o de capitalização. A decisão de buscar capital próprio através da emissão de novas ações pode apresentar a empresa fatores positivos e negativos, o que requer uma minuciosa análise da decisão de captação via mercado acionário.

2.6 A abertura de capital

A abertura de capital de uma empresa no mercado de ações pode ser de duas maneiras: Subscrição Pública (*underwriting*) ou Privada. Na opção de *underwriting* é que se dá a entrada de novos acionistas e a captação de mais capital pela empresa, ou seja, um aumento do Patrimônio Líquido da empresa. Esta transação não é feita na Bolsa de Valores e sim diretamente com grandes instituições de investimento. Segundo BOVESPA: “*Underwriting* é um esquema de lançamento de ações mediante subscrição pública, para o qual uma empresa encarrega um intermediário financeiro, que será responsável por sua colocação no mercado de ações”.

Outra operação de subscrição pública seria o chamado *Block Trade*. Este permite a empresa abrir seu capital lançando ações junto ao público, através da colocação no mercado de um lote de ações, geralmente de certa magnitude, pertencente a um acionista ou a um grupo de

acionistas. As poupanças dos investidores não são canalizadas para o caixa da empresa, e sim para o caixa dos acionistas. É uma operação de mercado secundário. Este tipo de operação, na medida que torna a empresa mais conhecida no mercado pode fazer parte de uma estratégia de marketing auxiliando assim na captação de recursos via emissão de novas ações, no que diz respeito à valorização no mercado.

Por outro lado, a abertura de capital Privada significa um lançamento de ações somente entre os sócios já existentes, ou seja, a empresa lança novas ações sem acrescentar ou modificar a parte societária. A captação de recursos é somente interna.

Para que a empresa possa abrir seu capital e garantir um bom retorno é necessário que haja um estudo bem detalhado de alguns aspectos que podem influenciar na valorização de suas ações no mercado. Alguns destes fatores analisados devem ser: verificar a existência de um clima de confiança nos resultados da economia; observar se o país está passando por uma estabilidade política; se a inflação está controlada e se há um mercado secundário que garanta a liquidez e confiança nas operações dos seus títulos.

Um fator ainda a ser considerando e de extrema importância para a abertura do capital no mercado de ações é o custo que as empresas tem ao optar pelo financiamento dos seus investimentos através do capital próprio, comparativamente aos custos de outros tipos de financiamento no mercado de crédito. Segundo Cavalcante (1998, p.101), o dinheiro investido por uma empresa em ativos tem sempre alguma origem, e pode ser financiado de três formas:

- Financiamento de curto prazo: tem vencimento inferior a 360 dias e é classificado no exigível de curto prazo ou passivo circulante no seu balanço patrimonial.
- Financiamento de Longo Prazo: tem vencimento superior a 360 dias e é classificado dentro do Exigível de longo prazo.
- Capital próprio: Não tem prazo para pagamento e é classificado como passível não exigível.

As fontes de financiamento existentes podem ser classificadas em espontâneos e não espontâneos. Os espontâneos seriam os governos através do financiamento dos encargos trabalhistas e impostos, os funcionários que financiam seus salários pagos apenas no final do mês, e as empresas que prestam serviços como fornecimento de energia elétrica, água e telefone. Os não espontâneos se referem aos bancos através de empréstimos de curto e médio prazo. Neste aspecto é importante ressaltar o pagamento de altos juros que resultam em queda dos lucros das empresas. Segundo (ROSS; WESTERFIELD; *et al*, 1997, p.266),

Para a análise de financiamentos via capital de terceiros (financiamentos através de instituições), basta observar diretamente através da taxa de juros quanto a empresa deve pagar quando toma os recursos emprestados. Mas, se faz necessário também descobrir qual é o retorno implícito nas dívidas da empresa nas condições correntes de mercado.

O financiamento com capital próprio da empresa são representados fundamentalmente por: recursos oriundos dos lucros gerados pela própria atividade e não distribuídos aos acionistas na forma de dividendos e por recursos obtidos através do aumento de capital pela injeção de dinheiro novo por parte de acionistas, atuais ou novos. A principal diferença que observamos então é que tanto o financiamento via capital de terceiros de curto prazo, quanto os de longo prazo deverão ser compulsoriamente pagos, independente de a empresa obter lucros ou não. Já o capital próprio tem sua remuneração vinculada aos resultados (daí dizer que ele é um recurso não exigível), onde a empresa não possui obrigações de pagamento aos seus credores (acionistas).

Neste aspecto observamos a importância da política monetária do país e do surgimento de novas opções de financiamento dos projetos da empresa, que se refletem no mercado de capitais, já que proporcionam as empresas possibilidades de pagamento dos financiamentos sem vinculação às taxas de juros.

2.7 Vantagens e desvantagens de abertura do Capital de uma empresa no mercado acionário.

2.7.1 Vantagens

Ao abrir seu capital a empresa passa por inúmeras transformações, devido a exigências impostas para sua manutenção no mercado. Estas transformações acabam por trazer algumas vantagens para a empresa frente ao mercado:

- ao investir em seus projetos ela aumenta sua capacidade competitiva do negócio, o que leva a empresa a ter maior capacidade de suportar planos de expansão já definidos, dividir o risco do negócio com novos sócios, fortalecer a empresa através do desenvolvimento de novas fontes de obtenção de recursos, criar maior liquidez para o patrimônio dos seus acionistas, aumentar a capacidade de

endividamento, consolidar a imagem institucional da empresa junto aos segmentos financeiros e estabilizar seus recursos.

- a capitalização via emissão de ações traz também outra vantagem que é a solução para o problema das sucessões. Geralmente as empresas apresentam uma estrutura familiar ou de poucos sócios o que dificulta a passagem da sociedade para novos sócios ou nova divisão do patrimônio. No caso da empresa de capital aberto no mercado de ações, se determinado acionista desejar sair da empresa ele simplesmente vende suas ações em Bolsa de valores, não provocando qualquer solução de continuidade nas ações da empresa.
- outro benefício da abertura de capital no mercado de ações seria a crescente transparência na administração da empresa. Com isso desencadeia-se um processo de profissionalização, que eleva a eficiência administrativa da empresa, criando imagem de empresa competente, séria, bem administrada e prestadora de bons serviços.
- no mercado de ações os pagamentos são compulsórios, independente de a empresa operar com lucro ou prejuízo. O dinheiro oriundo de emissão de ações será pago ao investidor através da distribuição de dividendos e da retenção de lucros. É interessante ressaltar que se a empresa operar com prejuízos não pagará dividendos aos seus acionistas, o que poderá acarretar em desvalorização de suas ações na Bolsa de Valores, dificultando novas tomadas de financiamentos para seus projetos.

Além destas vantagens para a empresa MELLO (1979), nos coloca que é possível obter vantagens também para a sociedade, pois a medida que o mercado de ações viabiliza investimentos nos diversos setores da economia e estes investimentos refletem na sociedade como forma de melhoria de vida, ele acaba por influenciar no crescimento econômico do país. Há vários aspectos do mercado acionário que refletem esta afirmação e que traduzem também um papel social deste mercado, na medida em que possibilita uma maior diluição do poder econômico na sociedade. O autor enumera vários fatores, dentre eles:

- a capitalização das empresas via mercado acionário, em contraste com a alternativa do levantamento de recursos através de empréstimos, induz a uma participação ativa do

poupador nos riscos e nos resultados da atividade produtiva, ao invés de exclusivamente direitos à renda monetária sobre forma de juros.

- a existência de ações permite que o valor do patrimônio das empresas seja representado e repartido por um grande número de parcelas ou unidades de ativo financeiro. Isso possibilita a participação ativa de um grande número de pessoas na propriedade das empresas e maior flexibilidade de transmissão de direitos, devido a uma maior diluição da propriedade do capital privado; A pulverização da propriedade acionária pode conduzir diretamente ou indiretamente a uma maior participação social nos lucros gerados pelo desenvolvimento advindos do crescimento das empresas.
- a distribuição de propriedades de ações de uma empresa constitui um instrumento flexível capaz de aprimorar mais facilmente o fator trabalho do fator capital, seja diretamente (empregados acionistas das empresas) ou indiretamente (através de fundos de pensões).
- maior abertura social através da desvinculação da figura do empresário e do capitalista. Também, os projetos de grande viabilidade econômica e financeira, introdutores de nova tecnologia tanto no tocante ao produto final quanto no que diz respeito ao processo de produção, podem ser levados adiante por meio do levantamento de recursos no mercado acionário. Há, por conseguinte, maior possibilidade, através da oferta de capital de risco, de aproveitar e efetivamente concretizar novas idéias, cuja implementação e conseqüentes frutos incentivam os elementos empreendedores da sociedade; e o mercado de ações pode ser um instrumento, dentro do quadro da política governamental, que concorre para o encaminhamento da solução de diversos problemas econômicos, mesmo quando estes interessam mais vivamente à sociedade com um todo do que ao mercado propriamente dito.

Portanto, um melhor desempenho das empresas no mercado promulga a expectativa de melhorias na sociedade, na forma de mais empregos, melhores salários e melhor qualidade de vida. O mercado de ações ao intencionar concretizar os projetos e investimentos das empresas e dos seus investidores passa a ter contribuição fundamental na viabilidade do crescimento econômico de um país.

2.7.2 Desvantagens

Apesar das grandes vantagens, alguns críticos apontam algumas desvantagens da empresa abrir seu capital no mercado de ações. As desvantagens apontadas seriam então: A empresa deverá divulgar informações internas, pertinentes somente a ela, distribuir dividendos aos acionistas, os acionistas influenciarão nas decisões estratégicas e ainda, haverá um acréscimo nos custos administrativos. Segundo Cavalcante (1998, p.112), estas críticas podem ser rebatidas tranquilamente. “As desvantagens apontadas pelos críticos na abertura de capital de uma empresa são aparentes, podendo ser facilmente rechaçadas”.

Segundo o autor, os acionistas exigem informações genéricas que não afetam o sigilo empresarial, ou seja, as informações prestadas não são prejudiciais no âmbito concorrencial da empresa. Ao contrário, a apresentação destas informações acaba por divulgar a empresa, servindo também como marketing e ainda proporciona aos investidores uma clareza das informações pertinentes a empresa.

A distribuição de dividendos é uma reciprocidade justa á injeção de capital de risco dos novos acionistas na empresa. A entrada de recursos sempre terá a contrapartida do pagamento. Não há tomadores que não devam pagar suas dívidas. E neste caso específico do mercado de ações a empresa só pagará se obtiver lucro, como já visto anteriormente.

O Capital total de uma companhia pode ter até $2/3$ de ações sem direito a voto. Os acionistas minoritários estarão interessados em dividendos e valorização dos preços de suas ações na bolsa de valores, e não no controle acionário. Quanto ao acréscimo nos custos, se uma empresa acreditar que jamais precisará de novos recursos a serem obtidos através da emissão de ações, gastos podem ser eliminados fechando-se o capital da empresa.

Vemos que intencionar abrir seu capital é importante que a empresa faça um estudo de todos os aspectos que possam influenciar no sucesso dos seus projetos com a premissa de estar fazendo um investimento errôneo, não obtendo os resultados esperados e podendo até prejudicar o futuro da empresa.

CAPITULO III – O MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO.

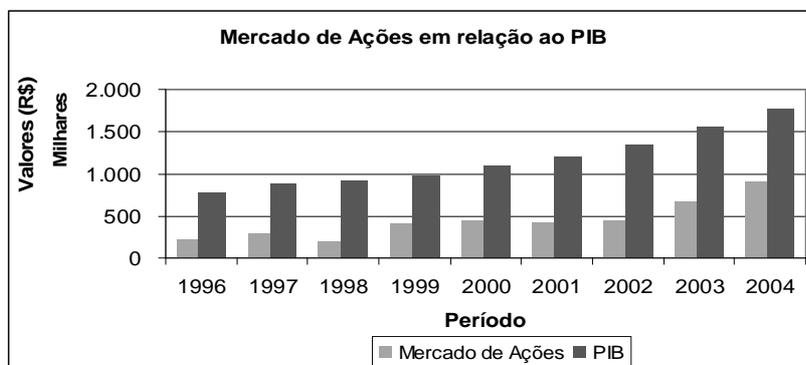
Este capítulo tem como finalidade verificar o mercado acionário brasileiro, seu desempenho, seus resultados e fundamentalmente sua contribuição para propiciar o investimento.

3.1 O desempenho do mercado acionário brasileiro

Ao avaliarmos a influência do sistema financeiro no aspecto econômico de um país, as diversas funções do mercado de capitais e mais especificamente o mercado de ações, fica evidente a forte relação deste com a variável investimento. O mercado acionário permite as empresas uma ampliação em magnitude de seus projetos viabilizando um aumento da competitividade e fortalecimento das empresas no mercado. Podemos assim dizer que o mercado de ações possibilita uma alocação eficiente do volume global de poupança, pois é através dele que se determina o uso para os quais os recursos mobilizados são alocados. Os que se servem de tais recursos são as empresa, que os empregam principalmente para o investimento. (MELLO, 1979).

Conforme constatamos no gráfico 6, o mercado acionário é significativo em relação ao PIB (Produto Interno Bruto) brasileiro o que expressa sua importância para o país no que se refere ao investimento.

Gráfico 6 – Mercado de Ações em relação ao PIB – Período 1996 a 2004.



FONTE: IPEA/ BOVESPA
Elaboração: Autora

Tabela 1 – Mercado de Ações em (%) do PIB – 1996 a 2004.

Período	Mercado de Ações em porcentagem do PIB * (%)
1996	29
1997	33
1998	21
1999	42
2000	40
2001	36
2002	33
2003	43
2004	51

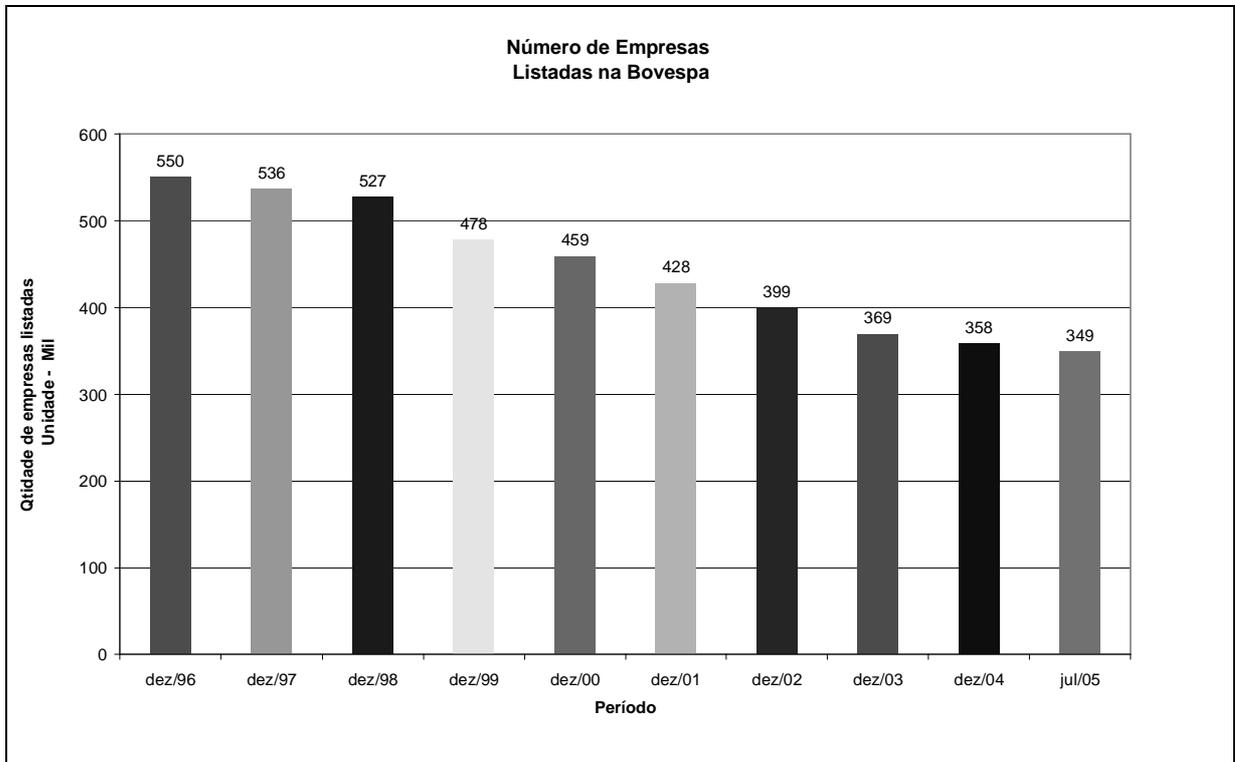
* Para obter a porcentagem do mercado de ações em relação ao PIB foi feita a divisão do valor de mercado das bolsas (R\$) fornecidos pela BOVESPA para o período apresentado, pelo PIB do mesmo período fornecido pelo IPEA.

Fonte: IPEA/BOVESPA

Elaboração: Autora

Podemos verificar segundo gráfico 6 e dados da tabela 1 que houve um aumento do mercado de ações em relação ao PIB, sendo que em 2004 este percentual representou 51% do PIB brasileiro, ou seja, o mercado de ações foi quase a metade do PIB. A evolução pode ser observada quando pegamos o ano de 1996 que apresentou resultado de 29% com queda apenas no ano de 1998 para 21%. Os outros anos foram superiores a 96, apresentando excelentes resultados e refletindo a grande importância deste mercado para o país.

Apesar das inúmeras vantagens elencadas, dos bons resultados em relação ao PIB e de todas as externalidades positivas causadas pelo financiamento via mercado acionário, percebemos que no Brasil este mercado vem mostrando históricos não muito satisfatórios no que se refere ao número de empresas que abrem seu capital nas bolsas e permanecem nela. Conforme veremos abaixo, o número de empresas listadas em bolsa reduziu aproximadamente 40% entre o ano de 1996 e 2005.

Gráfico 7 – Número de empresas listadas na BOVESPA – Período 12/1996 a 07/2005.

Fonte: Banco Central

Elaboração: Autora

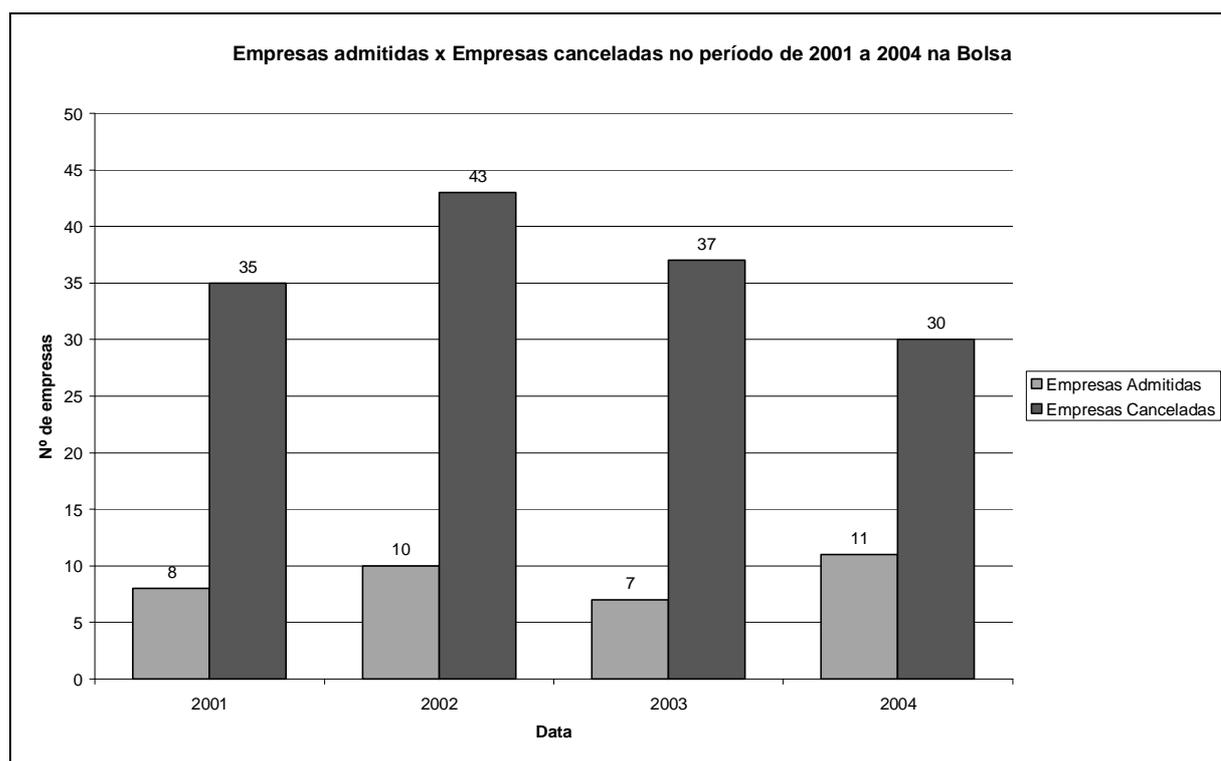
Em dezembro de 1996 a Bolsa tinha listado 550 empresas, enquanto que quase dez anos depois, em julho de 2005 observa-se que a BOVESPA continha apenas 349 empresas listadas.

Segundo (Tendências Consultoria Integrada, 2000), causa preocupação o fechamento do capital de muitas empresas, algumas delas com participação importante nas Bolsas Brasileiras. Este fechamento diminui a oferta de papéis, o número de negócios e a liquidez do mercado. O fato poderia ser justificado se houvesse uma intensa reestruturação da economia e após uma recuperação do mercado, o que acarretaria novamente a reabertura de capital das empresas. Pelos dados podemos identificar que essa reabertura do capital não vem ocorrendo no Brasil. Desde 1996 vê-se uma queda gradativa das empresas, sem notável recuperação. Nestes dados podemos perceber claramente a influência da vulnerabilidade do mercado e das políticas adotadas pelo governo conforme já mencionados acima, como o incentivo ao crescimento econômico em 1996 que fez com que muitas empresas abrissem seu capital e a conseqüente saída do mercado em 1997 com a implementação do Imposto – CPMF. Vários outros fatores macro e microeconômicos, também influenciaram na queda do número de empresas na Bolsa, como as

altas taxas de juros, tributação e os altos custos de manutenção das empresas em bolsa, que será abordado mais especificamente no próximo capítulo.

Outro comparativo que nos permite vislumbrar este montante e que é bastante intrigante, se refere ao comparativo das empresas que aderiram à bolsa e as que saíram da bolsa no mesmo período. Vemos que o período analisado 2001 a 2004 revelou forte desproporcionalidade quanto à entrada e saída de empresas da Bolsa. O gráfico 8 nos transmite a idéia desta desproporção. O pior desempenho foi em 2002, onde a bolsa apresentou o cancelamento de 4.3 empresas para cada 01(uma) admitida. Em 2004, no entanto esta proporção apresentou melhora sendo que houve cancelamento de 2,73 empresas para cada empresa admitida na bolsa.

Gráfico 8 – Empresas admitidas na Bolsa X Empresas canceladas no período de 2001 a 2004 – Brasil.



Fonte: Banco Central
Elaboração: Autora

A grande diferença de empresas que entram versus as que saem podem ser explicadas, segundo (Neto, José Alberto , 2005 – Palestra Desafiando o Futuro II- realizada na UFSC), por períodos onde houve o incentivo fiscal expansionista do governo provocando uma expectativa de

crescimento do país que fez com que as empresas almejassem crescer mais, e para isso procurassem formas de obter recursos. O mercado de ações apareceu como uma oportunidade para a realização dos projetos de crescimento. Foi o que ocorreu no ano de 1996, onde, com vistas ao crescimento o governo adotou política de redução das taxas de juros, redução do imposto sobre operações financeiras de 12% para 6% a.a, entre outras medidas para estimular o crescimento. No ano seguinte as empresas já sentiram os efeitos da implementação da CPMF acarretando em uma saída gradativa das empresas. Ainda neste âmbito pode se destacar os custos elevados para muitas empresas, que entram com a intenção de captação de recursos para seus projetos, mas que ao finalizar esta captação não suportaram aos custos de manter a empresa viva no mercado acionário. Outra questão a se considerar é o fato do aumento das operações de fusões e aquisições, sobretudo daquelas adquiridas através do capital internacional, que não dependem do mercado de capitais interno. Além destes fatores específicos que incentivam as empresas a fechar seu capital podemos elencar fatores externos a ele, mas que implicam diretamente nas decisões frente ao mercado de ações, como os fatores conjunturais, instabilidade da economia, vulnerabilidade, altas taxas de juros e carga tributária elevada.

3.2 O IBOVESPA¹

Outra forma de verificar o desempenho do mercado de ações é através do índice IBOVESPA. Este é uma das variáveis do mercado acionário brasileiro mais utilizadas para balizar as decisões de investimento é o IBOVESPA. Segundo a BOVESPA (2002), o Índice BOVESPA, é o valor atual, em moeda corrente, de uma carteira teórica de ações constituída em 02 de janeiro de 1968, a partir de uma aplicação hipotética. Supõe-se não ter sido efetuado nenhum investimento adicional desde então, considerando-se somente os ajustes efetuados em

¹ O Índice Bovespa é o somatório dos pesos (quantidade teórica da ação multiplicada pelo último preço da mesma) das ações integrantes de sua carteira teórica. Assim sendo, pode ser apurado, a qualquer momento, por meio da seguinte fórmula:

$$Ibovespa_t = \sum P_{i,t} * Q_{i,t}$$

Onde:

Ibovespa t = Índice Bovespa no instante t;

n = número total de ações componentes da carteira teórica;

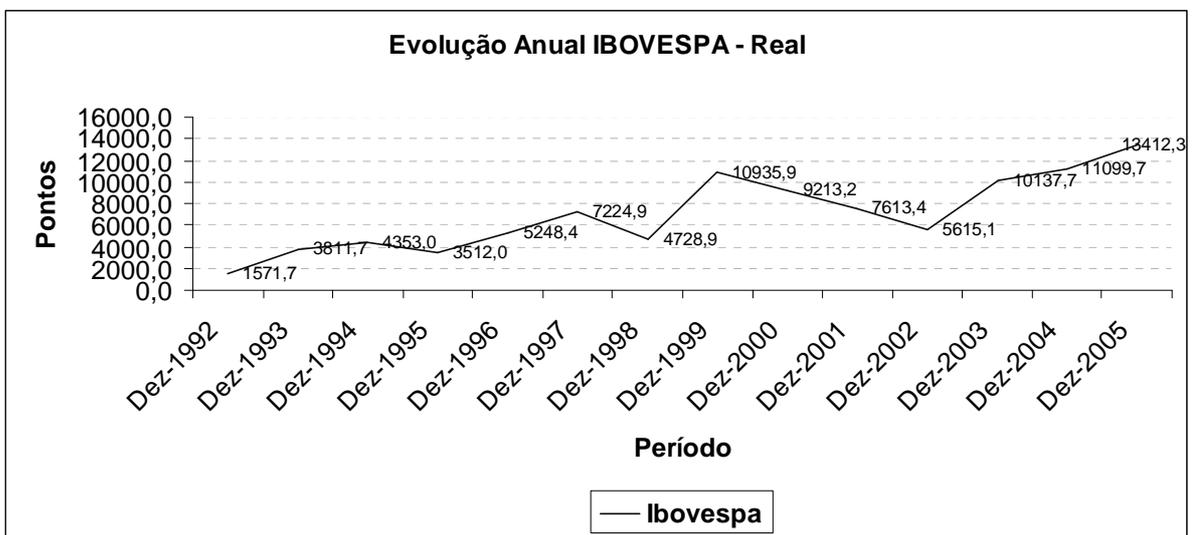
P = último preço da ação "i" no instante t;

Q = quantidade teórica da ação "i" na carteira no instante t

decorrência da distribuição de proventos pelas empresas emissoras (tais como reinversão de dividendos recebidos e do valor apurado com a venda de direitos de subscrição, e manutenção em carteira das ações recebidas em bonificação). Dessa forma, o índice reflete não apenas as variações dos preços das ações, mas também o impacto da distribuição dos proventos, sendo considerado um indicador que avalia o retorno total de suas ações componentes. O Índice Bovespa representa fielmente o comportamento médio das principais ações transacionadas, e o perfil das negociações a vista observada nos pregões da BOVESPA.

Então, como sua finalidade é apresentar-se como indicador médio do comportamento do mercado BOVESPA (2002) a partir do índice podemos avaliar como o mercado de ações se comporta ao longo dos anos. O índice Bovespa é um parâmetro de altíssima importância para os investidores do mercado. Através de seus resultados diários são tomadas várias decisões de investimento, ou retiradas do mercado. O índice apresenta-se como um balizador dos investimentos, retratando a liquidez atual dos papéis no mercado impulsionando maiores ou menores investimentos.

Gráfico 9 – Evolução anual IBOVESPA – Real / 1992 a 2005



Dados foram deflacionados com base no Índice – IPCA. Valores com base em Dez- 1994.

Fonte: Banco Central e IPEA

Elaboração: Autora

Conforme gráfico 9, podemos analisar o histórico mensal no período de 1994 a 2005 dos índices BOVESPA que retrata evolução do seu desempenho. Com a implantação do Plano real a economia brasileira pode fornecer ao mercado e a seus investidores maior confiabilidade no aspecto das políticas direcionadas com vistas ao crescimento econômico. Diante da perspectiva de queda das taxas de juros internas e do prosseguimento do programa de privatizações adotados durante o plano real, o índice Bovespa no ano de 2005 teve seu melhor desempenho, refletindo no mercado de ações que foi a melhor aplicação em termos de rentabilidade, segundo BOVESPA (2005). De 1996 a 1997, com a implementação da CPMF o índice não passou de 10.000 pontos. A imposição de uma maior tributação sobre estes investimentos significou uma fuga para os mercados com investimentos de longo prazo, que compensassem o pagamento do tributo.

De 1999 a 2001 houve recuperação da economia com uma desvalorização cambial, mas terminou com a crise energética, o que refletiu drasticamente nas Bolsas de Valores reduzindo novamente o índice. É interessante observarmos neste ponto que a partir de 2003 o índice tem apresentado evolução, refletindo uma melhoria da estabilidade econômica e um melhor desempenho da bolsa no mercado acionário. Segundo Boletim Banco Central, ao final de dezembro de 2003, o índice nominal totalizou nível recorde de 22.236 pontos. A evolução esteve associada à estabilização da economia, após o encerramento do processo eleitoral em 2002. A política do novo governo proporcionou melhores expectativas quanto a redução das taxas de juros e redução do risco país, o que propiciou valorização dos títulos brasileiros no mercado internacional aumentando o investimento estrangeiro no mercado brasileiro e volume das ações negociadas (este dado pode ser visto na Tabela 2). No ano de 2004, apesar das conturbações sofridas no início do ano em relação ao cenário internacional (expectativa de aumento dos juros nos Estados Unidos e aumento do preço do petróleo no Oriente Médio) a bolsa que apresentou queda no início do ano em relação a 2003, chegou em dez-2004 com novo recorde de pontuação 26.196 pontos, refletindo a evolução favorável das medidas tomadas quanto a política econômica do país. Em 2005 a Bolsa seguiu a trajetória de alta do índice e obteve seu melhor desempenho de toda a história da bolsa 33.455 pontos. A avaliação real nos permite identificar que o mercado refletiu, mesmo com a inflação o bom desempenho principalmente a partir de 2003 obtendo no período compreendido entre dezembro de 2003 e dezembro de 2005 uma evolução real de 3.274,6 pontos, ou seja, uma melhora progressiva de aproximadamente 30% no seu desempenho.

Os volumes de negociações gerados na bolsa, também indicam a importância do mercado no investimento. Conforme tabela 2, constatamos que de 2001 a 2005 o número de pregões foi

praticamente o mesmo, variando entre 246 e 250 pregões no ano. No entanto observamos que a partir de 2003 houve crescimento no número de negócios, tendo um crescimento de aproximadamente 100% de 2001 a 2004 chegando a 2005 com 135% a mais de negócios do que em 2001. Isto reflete muito positivamente no mercado significando que mais investimentos foram efetuados no mercado de capitais, como podemos observar nos dados apresentados do volume de negociações que passou de um montante de R\$ 610.995 milhões diários em 2001 para um montante de R\$ 1.610.806 bilhões em 2005. Houve crescimento do volume negociado em bolsa, apesar de que em 2002 houve pequena queda R\$ 558.109 milhões, mas a recuperação em 2003 já foi nítida com um montante diário de R\$ 818.335 milhões.

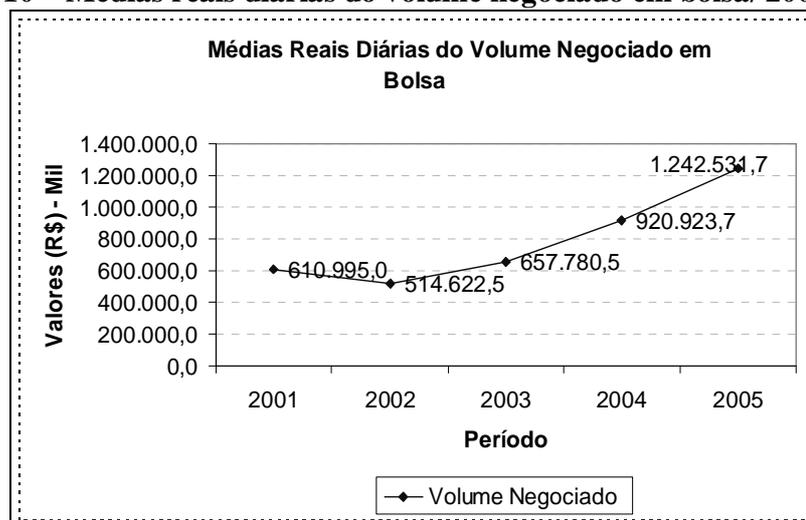
Tabela 2 - Total Geral Negociado – Médias Diárias/ 2001 a 2005

Descrição	2001	2002	2003	2004	2005
Nº de Pregões	246	249	250	249	249
Nº de Negócios	26.728	28.173	39.597	53.751	62.247
Quantidade de Títulos (Milhões)	56.221	66.876	107.490	95.837	22.634
Volume (R\$ Mil)	610.995	558.109	818.335	1.221.292	1.610.806
Volume (US\$ Mil)	265.289	197.896	271.887	419.722	666.616

FONTE: BOVESPA

O gráfico 10 nos permite visualizar melhor o crescimento no volume diário das transações efetuadas na bolsa. Mesmo considerando os valores reais o volume negociado é crescente, retratando o aumento das transações de investimento via mercado acionário.

Gráfico 10 – Médias reais diárias do volume negociado em bolsa/ 2001 a 2005



Dados deflacionados com base no Índice IPCA – média anual. Valores com base em (2001=100)

Fonte: BOVESPA

Elaboração: Autora

A importância dos dados apresentados está no fato de que o mercado de capitais se apresenta com enorme capacidade de absorver e redistribuir eficientemente a poupança e os investimentos. É um mercado onde a prática de investir e poupar se torna facilitada, menos dispendiosa e mais interessante para aqueles que não querem pagar altas taxas de juros. O que ocorre é que o volume de transações, assim como a variável investimento está indexado a fatores conjunturais da economia e próprios da bolsa já que é um mercado que reflete o desempenho do país e de outros países. No entanto é relevante a importância que este mercado possui na contribuição de dinamizador dos investimentos.

Os tipos de investidores no mercado de capitais é outra questão que merece ser analisada e que reflete o quanto este mercado é capaz de atrair uma variedade de investidores e principalmente que é possível que tanto pessoas físicas quanto instituições tenham no mercado de capitais a possibilidade de poupar e investir.

Tabela 3 - Participação dos Investidores na Bovespa - Total (Compras + Vendas) - 2003 a 2005

Tipos de Investidores	2003 - Total		2004 - Total		2005 - Total	
	R\$ (milhões)	Part. (%)	R\$ (milhões)	Part. (%)	R\$(milhões)	Part. (%)
Pessoas Físicas	99.453.063.913	24,4	165.856.865.745	27,5	202.756.744.030	25,40
Institucionais	119.466.544.057	29,4	169.405.262.125	28,1	219.377.842.927	27,48
Investidores Estrangeiros	98.245.154.111	24,1	164.772.535.231	27,3	261.867.137.811	32,81
Empresas Públicas e Privadas	14.855.682.124	3,7	18.256.379.705	3,0	18.323.311.243	2,30
Instituições Financeiras	73.184.461.532	18,0	83.428.380.298	13,8	93.681.861.423	11,74
Outros	1.655.122.972	0,4	2.164.531.839	0,4	2.233.675.559	0,28
Total Geral	406.860.028.711	100	603.883.954.947	100	798.240.572.996	100

Fonte: BOVESPA

Os investidores institucionais, que são compostos pelas companhias seguradoras, fundos de pensão e seguridade e fundos mútuos são os maiores investidores no mercado de capitais durante o período, apesar de mostrar queda na participação passando de 29,4% em 2003 para 27,48% em 2005. Segundo (Tendências Consultoria Integrada, 2000) os investidores institucionais através do mercado de capitais seriam o caminho para ampliação de investimentos e crescimento da poupança.

[...] esses investidores gerenciam massas consideráveis de recursos, que financiam a compra de ações e de papéis de dívida emitidos pelos indivíduos e pelas empresas. Os investidores institucionais têm avançado na esteira das transformações sociais e do enriquecimento das famílias. Estas passam a ter maiores excedentes de consumo e a demandar alternativas confiáveis para aplicar suas poupanças, que garantam o longo

prazo – incluindo a aposentadoria e a proteção do patrimônio contra certos eventos, proporcionem liquidez e ofereçam retornos razoáveis... (Tendências Consultoria Integrada, 2000, pg 18).

O ranking de participação segue pelos investidores estrangeiros que no ano de 2005 foram os maiores investidores com 32,81% de participação. Durante os 3 anos analisados estes investidores apresentaram crescimento nos índices, visto que em 2003 a participação era de 24,1%. Isto reflete o fortalecimento do mercado de capitais e o aumento da confiança frente ao mercado internacional. As pessoas físicas também têm participação significativa. O crescimento da participação destes investidores na bolsa é muito positivo, pois significa que mais pessoas estão reconhecendo o mercado de capitais como grande oportunidade para realizar sua poupança e investimentos. Em 2004 o aumento dos investidores pessoas físicas teve efeito da propagação dos clubes de investimento que apareceram como uma melhor oportunidade de investimentos na bolsa sem aplicação de valores muito altos, possibilitando um maior número de pessoas físicas a entrarem no mercado de capitais.

CAPÍTULO IV - PRINCIPAIS ENTRAVES DO MERCADO ACIONÁRIO – TAXAS DE JUROS, TRIBUTAÇÃO E ALTOS CUSTOS.

4.1 As Taxas de juros – um entrave ao investimento.

É de fundamental importância neste trabalho identificarmos uma das principais influenciadoras do investimento que é a taxa de juros. Por se tratar de um fator diretamente ligado ao investimento a taxa de juros servirá como uma variável de total relevância no aumento ou redução dos investimentos, o que acarreta para nossa pesquisa um impulso ou redução do crescimento econômico.

Define-se a taxa de juros pela taxa paga de um empréstimo concedido ou tomado em dinheiro. Segundo Keynes (APUD: CARVALHO, 2000), a taxa de juros é o prêmio pela opção de outro ativo que não a moeda. Seria a recompensa pela não liquidez.

No Brasil a taxa de juros SELIC é a taxa que baliza a troca de reservas entre as instituições financeiras. A origem da taxa *over/Selic* é o Sistema Especial de Liquidação e Custódia, Selic, pelo qual são responsáveis o Banco Central do Brasil e a Associação Nacional de Instituições do Mercado Aberto (Andima). A taxa Selic é determinada pela média diária ponderada pelo volume de operações, de acordo com a seguinte fórmula:

$$\mu = \frac{\sum_{1}^{n} VE_i \cdot D_i}{\sum_{1}^{n} VE_i}$$

Onde:

μ = taxa média calculada;

D_i = Taxa da i -ésima transação;

VE_i = Valor nominal da i -ésima transação;

n = número de transações na amostra.

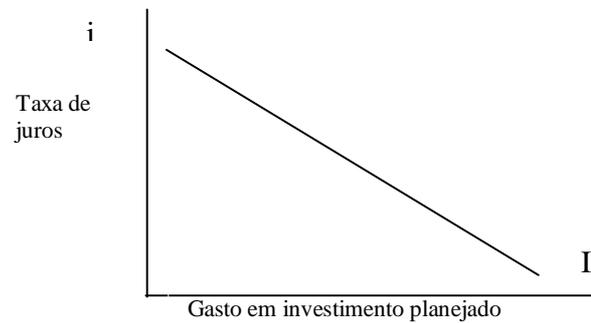
O COPOM (Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil) instituído em 20 de junho de 1996 é o órgão que tem como objetivo principal estabelecer as diretrizes da política monetária e definir a meta da taxa de juros. Através de reuniões ordinárias mensais os membros do comitê se reúnem para estabelecer a nova meta da Taxa SELIC e seu eventual viés (sua variação para mais ou para menos). Dentre vários fatores conjunturais que são analisados para estabelecer a nova meta estão: índices de preços, nível de atividade, evolução dos agregados monetários, finanças públicas, balanço de pagamentos, ambiente externo, evolução do mercado doméstico de câmbio, operações com as reservas internacionais, liquidez bancária, evolução do mercado monetário, operações de mercado aberto e avaliação da inflação.(CARVALHO, 2000).

Toda esta preocupação na determinação das taxas de juros se dá pelo fato de ela ser um forte determinante de vários fatores conjunturais da economia de um país. Um desses fatores é o investimento. As taxas de juros exercem total influência sobre as decisões de investimento de um indivíduo ou empresa. O investimento depende das taxas de juros cobradas pelo valor do financiamento. Se as taxas de juros forem altas, menor será a disposição de realização de investimentos, já que o custo do empréstimo será alto. Ao contrário, se estas taxas forem baixas haverá um aumento da disposição de aquisição de empréstimos para o financiamento de novos projetos. Segundo Dornbush e Fischer (1991):

[...] o investimento é endógeno a taxa de juros. A taxa planejada ou desejada de investimento é menor quanto mais alta for a taxa de juros [...]. Por um outro lado, uma taxa de juros baixa torna os gastos com investimentos lucrativos, e, portanto reflete em um alto nível de investimento planejado.

O gráfico 11 expressa essa relação direta dos juros com o investimento:

Gráfico 11 – Relação direta dos juros com o investimento



Conceito macroeconômico

Elaboração: Autora

O gráfico mostra a curva de investimento das empresas. Para cada nível de taxa de juros há uma quantia que as empresas planejam gastar ou investir.

Segundo Dornbush e Fischer (1991), se o investimento é altamente sensível às taxas de juros, um pequeno declínio nestas levará a um grande aumento naqueles e, como consequência, a curva será menos inclinada. Por outro lado, se o investimento responde pouco às taxas de juros, a curva será mais próxima da posição vertical.

No caso mais específico do mercado de ações ele é um reator imediato das taxas de juros. Se os juros se elevam acabam por provocar uma certa fuga do mercado acionário, pois acaba sendo mais vantajoso aplicar em outros ativos que tenham a rentabilidade atrelada a taxa de juros.

4.1.2 As Taxas de Juros no Brasil

Antes de analisarmos qualquer dado referente ao Mercado de ações é de extrema importância a análise da evolução das taxas de juros no Brasil durante o período. Com base nesta análise poderemos responder várias das alterações ocorridas no mercado de ações durante o período estudado, pois se entende que quanto mais alta a taxa de juros menor o número de projetos com retorno compatível, e, portanto, são realizados menores investimentos.

Atualmente no Brasil verificamos que a política monetária, através de um forte controle das taxas de juros é uma das maiores ferramentas do governo para o combate a inflação que

atinge o país desde muitas décadas. Com o intuito de reduzir a inflação, desde 1994 com a implantação do Plano Real é que se obteve uma das maiores taxas de juros do país.

Na tabela 4 podemos verificar a taxa de juros real dos principais países do mundo no período de janeiro a dezembro de 2005. O Brasil aparece em primeiro lugar no ranking com a maior taxa de 12,6% ao ano, com uma diferença de 5.1 pontos percentuais do segundo colocado, ou seja, uma taxa de aproximadamente 66% maior que o segundo colocado, o que expressa a pesada carga das taxas de juros do país.

Tabela 4 – Ranking das Taxas de Juros Reais dos principais países do mundo

Taxas de Juros dos últimos 12 meses descontada a inflação dos últimos 12 meses (jan/05-dez/05)		
Ranking	País	Taxa Ano
1	Brasil	12,6%
2	Turquia	7,5%
3	México	5,6%
4	Cingapura	5,2%
5	Polônia	5,1%
6	Hungria	4,1%
7	China	4,1%
8	Coréia do Sul	3,8%
9	Inglaterra	3,4%
10	África do Sul	3,3%
11	Índia	3,0%
12	Venezuela	2,9%
13	Austrália	2,7%
14	Colômbia	2,3%
15	Rússia	1,6%
16	Israel	1,6%
17	Hong Kong	1,2%
18	Suécia	1,0%
19	Filipinas	0,9%
20	Áustria	0,8%
21	França	0,6%
22	Canadá	0,4%
23	Japão	0,3%
24	Holanda	0,2%
25	Dinamarca	0,0%
26	Alemanha	0,0%
27	Itália	0,0%
28	Suíça	-0,2%
29	República Tcheca	-0,2%
30	Chile	-0,3%
31	EUA	-0,4%
32	Portugal	-0,4%
33	Malásia	-0,6%
34	Bélgica	-0,7%
35	Grécia	-1,2%
36	Taiwan	-1,5%
37	Espanha	-1,5%
38	Tailândia	-2,6%
39	Indonésia	-6,5%
40	Argentina	-7,3%
Média Geral		1,3%

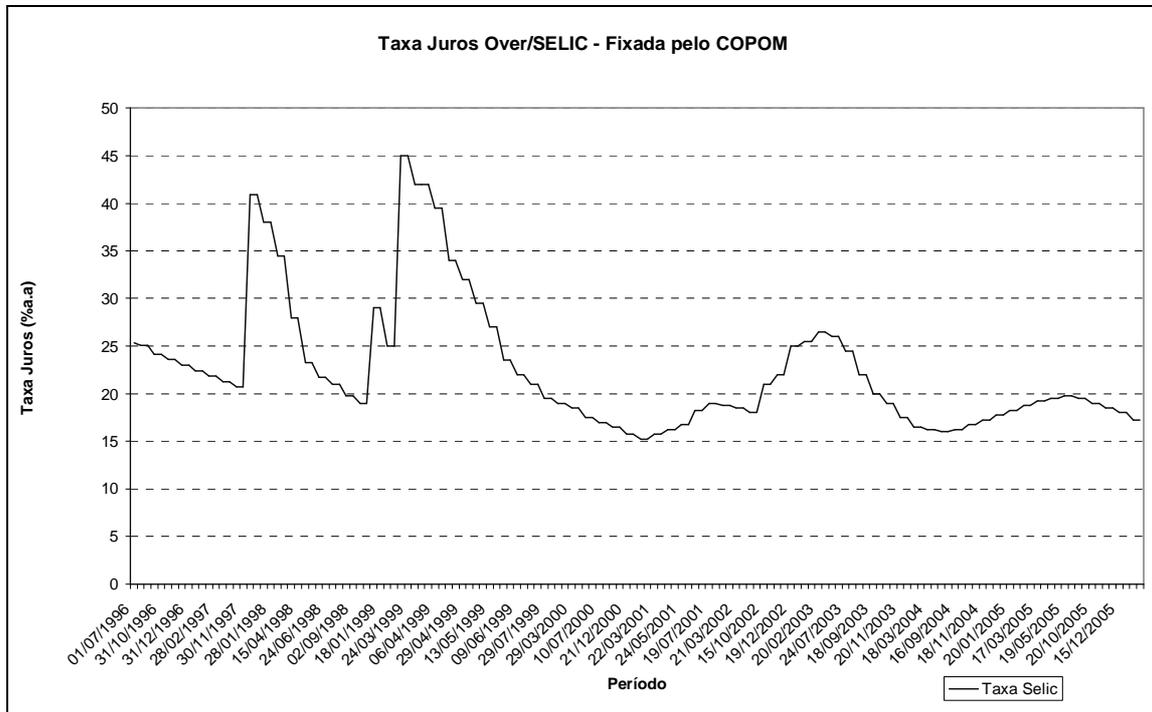
OBS.: Taxa de juros curto prazo descontada a inflação apurada pelos índices de preços ao consumidor (Brasil = IPCA do IBGE)
Fonte: GRC Visão

Comparando ao México que possui uma economia muito parecida com a do Brasil está em terceiro lugar no ranking e apresenta uma taxa de 5,6% a.a.. O Brasil apresenta juros reais aproximadamente 123% maior que o México.

O Brasil é, portanto, o país com uma das maiores taxas de juros do mundo, o que evidencia a grande dificuldade de crescimento econômico e fortalecimento do mercado acionário. As altas taxas de juros do Brasil acabam por atrair investimentos indexados aos juros, principalmente investimentos estrangeiros, desestímulo a investimentos nos setores produtivos do país o que acarreta aumento do desemprego e da renda evidenciando a dificuldade de fortalecimento do seu mercado acionário.

Outra maneira de avaliarmos os juros é através das taxas de juros determinadas pelo COPOM que foram instituídas a partir de 1996. O período entre 1996 e 2000, compreendeu o período de maior conturbação na política monetária brasileira. As taxas de juros em 1999 chegaram ao seu recorde das últimas décadas de aproximadamente 45%. Segundo (BOVESPA, 1999) as altas taxas de juros pela política monetária adotada, podem ser explicadas pelo ambiente de incertezas com deterioração das expectativas relacionadas a evolução da economia atrelados a uma forte inflação que se instalara no país, além de uma mudança na política cambial, provocando a desvalorização do dólar que refletiu na mudança do comportamento das taxas de câmbio.

Gráfico 12 – Taxa de juros Over/SELIC – Fixada pelo COPOM: 07/1996 a 12/2005

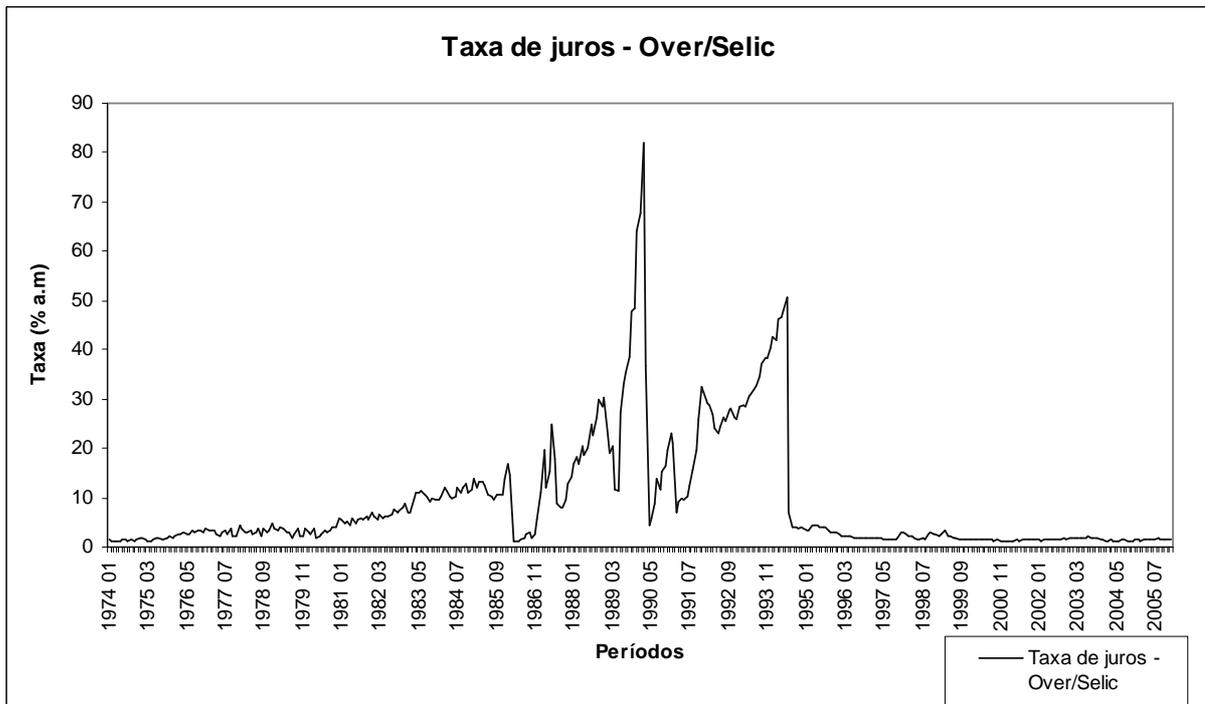


Decisões da reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) para a taxa de juros referencial (Selic).

Elaboração: Autora - Dados: Banco Central do Brasil - BCB Boletim/M.Finan.

Um melhor histórico das taxas de juros podem ser verificados através das taxas *Overnight*, onde é possível verificarmos um período ainda anterior a 1996 percebendo uma elevação das taxas já a partir dos anos 80.

Gráfico 13 – taxa de Juros – Over/SELIC / 1974 a 2005



Elaboração: Autora

Fonte: Fonte: Banco Central do Brasil. Boletim. Seção Mercado financeiro e de capitais (BCB Boletim/M.Finan.)

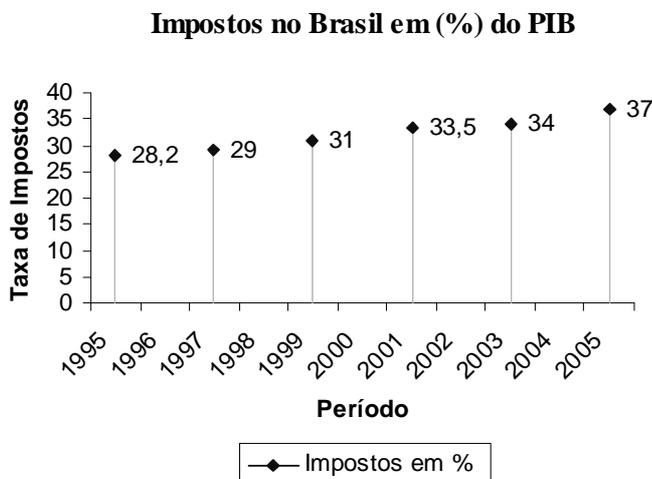
Ao avaliarmos os períodos mais críticos do mercado de capitais, constata-se forte relação com os altos picos de taxas de juros. Já no final do ano 1996 e início de 1997, a economia trabalhava com altas taxas de juros, aproximadamente 40% a.a, e no mesmo período a BOVESPA obtinha uma de suas piores pontuações perto de 10.000 pontos. Um reflexo das incertezas quanto ao mercado de ações e uma fuga para mercados mais seguros. No segundo semestre de 1998 prevendo más expectativas para a economia no ano de 1999 com a mudança da política de câmbio e previsão de altas inflações também refletiu nas Bolsas de Valores voltando a Bolsa reproduzir uma pontuação abaixo de 10.000 pontos. Em 1999, o Brasil obteve seu recorde de taxas de juros o que acabou por enfraquecer ainda mais o Mercado de capitais brasileiro tendo uma recuperação apenas no final do segundo semestre de 1999.

A análise nos permite enfatizar o quão influente é a taxa de juros nos investimentos e conseqüentemente no mercado de ações que possui como objetivo alocar eficientemente os investimentos e a poupança. Com as altas taxas de juros o mercado se torna menos atraente, visto que não consegue atingir adequadamente seus objetivos.

4.2 Tributação e seus reflexos no Mercado de Ações

Segundo (Tendências – Consultoria Integrada, 2000) um dos principais reflexos da tributação no mercado de capitais é a redução de liquidez dos papéis e o aumento o custo de transação. Uma tributação de forma incoerente pode causar fuga dos investidores do mercado de capitais provocando enfraquecimento do mercado. No Brasil a carga tributária chega hoje em média a 37% do PIB e onera fortemente o desempenho econômico do país. Uma carga tributária elevada acaba por gerar prejuízos econômicos como o estímulo à importação de produtos que se tornam mais baratos por não incidirem este tipo de imposto, estímulo do uso de moeda em espécie, desaquecimento do mercado de crédito, desestímulo a desintermediação financeira provocando um aumento dos custos de transação monetária. Além disto a carga tributária elevada acaba gerando reflexos de cunho social muito grave como redução de renda disponível da população reduzindo, assim o consumo e o investimento, aumento do desemprego e crescimento da informalidade. Em geral podemos avaliar este fato como um problema ao crescimento do país, já que altos tributos versam contra todo tipo de investimento e poupança que são a base para desencadear o desenvolvimento. Uma avaliação do período de 1995 a 2005 nos permite constatar que a carga tributária vem crescendo assustadoramente. Em 10 anos houve um aumento de aproximadamente 31% da carga tributária sobre o PIB, o que é muito preocupante já que torna a poupança e o investimento escassos, devido a redução da renda disponível.

Gráfico 14 – Impostos no Brasil em (%) do PIB / 1995 a 2005.



Da mesma forma, no mercado acionário poderíamos avaliar a incidência destes impostos como um grande entrave ao seu desenvolvimento, já que com a redução da renda haveria menos recursos para compra das ações o que enfraqueceria este mercado reduzindo sua liquidez, provocando queda nos lucros das empresas (pois suas ações teriam um valor presente menor) e desestimulando a captação de recursos via mercado acionário. O mercado acionário perderia a sua função de viabilizador do investimento, visto que sua eficiência passaria a ser comprometida pela política tributária e o país deixaria de ter uma grande ferramenta de estímulo ao crescimento econômico.

No Brasil são inúmeros os impostos incidentes sobre consumo, renda, propriedades, etc. No mercado acionário, atualmente houve grande discussão a respeito da incidência de um imposto em particular que acabou por reduzir fortemente o volume de negociações do mercado acionário, a CPMF - Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira. Esta possuía como princípio a arrecadação de recursos para serem adicionados à saúde pública, um imposto sobre transações financeiras de 0,25 por cento foi adotado no Brasil em agosto de 1993. Após vigorar por apenas um mês, este tributo – na ocasião chamado de Imposto sobre Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira (IPMF) – foi suspenso de setembro a dezembro de 1993 sendo restituído em janeiro de 1994 e assim permanecendo até dezembro deste mesmo ano. Após deixar de vigorar por praticamente dois anos, ou seja, durante 1995 e 1996, o IPMF voltou, em janeiro de 1997, sob a forma de contribuição e sem destinação exclusiva de recursos à área da saúde. Objetivos de arrecadação não mais focalizados única e exclusivamente nessa área pareceu aumentar o apoio dos congressistas para a manutenção deste tributo, que passou a ser chamado de Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF). Apesar de ter retornado em caráter provisório, com um fim previsto para janeiro de 1999, a importância da CPMF para o ajuste fiscal brasileiro fez com que este tributo mais uma vez retornasse em junho de 1999, inclusive, com um aumento no valor da alíquota de 0,2 para 0,38 por cento. Em junho de 2000 foi reduzida novamente para 0,3 por cento por nove meses. Em março de 2001, retornou ao valor de 0,38, permanecendo até julho de 2002, quando as transações em bolsa passaram a ser isentas do tributo.

Neste período de incidência, principalmente a partir de 1997, verificamos relativa fuga do mercado acionário, reduzindo consideravelmente as emissões primárias de ações e fechamento de capital das empresas em bolsa. É importante ressaltar que estes acontecimentos não se

caracterizaram somente pela imposição da CPMF, mas sua contribuição foi relevante para tais fatos.

A cobrança da CPMF é o melhor exemplo de que com a incidência de altos impostos há desestímulo ao investimento. Na tabela 5, numa simulação hipotética, verificamos que o investimento com incidência de CPMF acaba por reduzir as expectativas quanto ao retorno e obriga o investidor a fazer apenas aplicações de longo prazo para que possa compensar a perda no pagamento de CPMF, o que acaba por desestimular o investidor, pois muitas vezes a disposição para investir não é de longo prazo e comparativamente pode haver muitos outros tipos de investimentos que no curto prazo acabam por dar maiores retornos.

Tabela 5 – Efeitos da cobrança da CPMF na rentabilidade do investimento

O quadro demonstra o efeito da cobrança da CPMF na rentabilidade do investimento, admitindo-se uma taxa anual de 26,45%.

Prazo da aplicação	Valor de aplicação sem CPMF	CPMF em %	CPMF em R\$	Valor de aplicação após débito da CPMF	Resgate	Ao mês sem CPMF	Ao mês com CPMF	Ao ano sem CPMF	Ao ano com CPMF
30Dias	R\$ 100.000,00	0,38%	R\$380,00	R\$ 100.380,00	R\$ 101.974,89	1,97%	1,59%	26,45%	20,82%
60Dias	R\$ 100.000,00	0,38%	R\$380,00	R\$ 100.380,00	R\$ 103.988,78	1,97%	1,78%	26,45%	23,60%
90Dias	R\$ 100.000,00	0,38%	R\$380,00	R\$ 100.380,00	R\$ 106.042,44	1,97%	1,85%	26,45%	24,55%
180Dias	R\$ 100.000,00	0,38%	R\$380,00	R\$ 100.380,00	R\$ 112.449,99	1,97%	1,91%	26,45%	25,49%
360 Dias	R\$ 100.000,00	0,38%	R\$380,00	R\$ 100.380,00	R\$ 126.450,00	1,97%	1,94%	26,45%	25,97%

Elaboração: E.J Assessoria.

Talvez uma evolução quanto ao não pagamento da CPMF, além da não incidência das transações em Bolsa de Valores a partir de 2002 é a isenção de CPMF para um sistema chamado conta-investimento, onde as aplicações só podem ser realizadas a partir de saldo na conta corrente, sobre as quais não incidirão CPMF. Para todos os lançamentos a débito a alíquota da contribuição é zero. Também não é cobrado imposto em caso de reaplicações sucessivas, desde que os recursos permaneçam na conta-investimento. Só é tributada a primeira movimentação entre a conta corrente e a conta-investimento. Para dificultar a evasão fiscal, todas as aplicações só podem ser feitas mediante lançamento a débito na conta de investimento, sem envolvimento de recursos de terceiros. A grande crítica a CPMF com a percepção de sua contribuição na

decadência dos investimentos comprometendo o crescimento do país, acaba por colocar a CPMF como um imposto retrógrado, contrário ao objetivo do crescimento, o que faz surgir recentemente algumas alternativas já sem a sua incidência.

Apesar disto, o fato é que a CPMF no Brasil surge como uma grande solução para o déficit público que é apontado como um dos maiores problemas do país e ao mesmo tempo é um dos vários tributos responsáveis pelo alto custo de crédito e estaria contribuindo para dificultar a baixa das altas taxas de juros, o que acaba por implicar numa enorme perda de eficiência do mercado financeiro. No mercado acionário apesar de que em 2002 findou-se sua cobrança, ainda assim ela se apresenta como um entrave ao investimento, visto que a renda disponível ainda está comprometida pela sua incidência, o que acaba por resultar em menores investimentos tanto no mercado acionário, quanto no mercado financeiro em geral.

4.3 Custos no Mercado de Ações

4.3.1 Custos Inerentes à abertura de capital

As empresas, ao intencionarem abrir seu capital no mercado de ações se deparam com custos que deverão ser analisados e estudados, quanto ao retorno esperado das suas operações. Na tabela 6, a BOVESPA, aponta os custos para abertura de capital de uma empresa.

Tabela 6 – Simulações de custos de emissão pública de ações para 100 milhões.

Discriminação (R\$ mil)	Racionalização de Custos (a)	Emissão Tradicional Tradicional (b)
Custos incorridos na preparação do processo de abertura de capital mediante emissão de ações		
Serviços legais - ofertante	100	150
Serviços legais - lder	0	80
Auditoria inicial - padrão contábil brasileiro	120	150
Auditoria - <i>comfort letters</i>	30	30
Publicações da emissão (c)	45	62
Taxa de registro - CVM	83	83
Apresentações ao mercado (<i>road show</i>)	12	20
Prospecto da emissão	12	30
Diversos	15	40
Sub-Total	417	645
Custos adicionais incorridos quando da efetiva distribuição de ações		
Publicações da emissão (d)	4	6
Comissões de <i>underwriting</i>	3.500	3.500
Auditoria - padrão contábil internacional (e)	150	180
Sub-Total	3.654	3.686
Total Geral	4.072	4.331
- Preparação do processo de emissão de ações	10%	15%
- Adicionais quando da efetiva distribuição de ações	90%	85%

(a) Hipótese: emissão realizada ao menor custo possível,

(b) Hipótese: emissão realizada a custos padronizados,

(c) Convocações da AGE, Ata da AGE, A Aviso ao Mercado, Anúncio de Início da Distribuição (o último poderá ser parte integrante visto somente os custos adicionais incorridos quanto da efetiva distribuição de ações).

(d) Anúncio de Encerramento da Distribuição.

(e) Custo não obrigatório, a ser incorrido por empresa que pretenda divulgar resultados em padrão internacional.

Fonte: BOVESPA

Segundo, a BOVESPA, faz-se necessário salientar que os custos ligados à abertura de capital podem ser significativamente diferentes de empresa para empresa em função do grau de organização interna antes da abertura. Os custos incrementais das empresas mais bem estruturadas ou das sociedades anônimas que já sejam auditadas são inferiores. Da mesma forma, é possível que na hipótese de a distribuição de ações não se efetivar, o intermediário financeiro venha a cobrar reembolso das suas despesas.

Ao verificar os custos podemos avaliar que para uma empresa buscar capitalização via mercado acionário ela precisaria ter no mínimo R\$ 4.072 mil disponíveis considerando a hipótese do menor custo possível. Na operação padronizada este custo já se eleva para R\$ 4.331 mil, o que

nos leva pensar que comparativamente com outros países seriam poucas as empresas com capacidade para abrir seu capital em bolsa, visto que o Brasil ainda se caracteriza por um grande volume de pequenas e médias empresas e de cunho familiar. Por outro lado o mercado de crédito bancário é ainda hoje a maior alternativa para empresas que não conseguem dispor deste capital, apesar de pagarem altas taxas de juros.

4.3.2 Custos de Manutenção de empresa na Bolsa

Conforme BOVESPA, os custos de manutenção da condição de companhia aberta consistem basicamente em: auditoria independente, publicação de atos societários e de demonstrações financeiras, anuidades relativas à Bolsa de Valores, taxas de fiscalização da CVM - Comissão de Valores Mobiliários, serviço de escrituração de ações e área de relações com investidores.

Além do custo de abertura de capital, as empresas enfrentam uma grande barreira quanto à manutenção da empresa na Bolsa. Não são apenas os custos diretos, mas também os custos indiretos que são exigidos pelas normas da CVM e da própria Bolsa. A empresa deve fazer toda uma reestrutura interna de mudanças, formar equipes de auditoria interna, marketing, contabilidade padronizada para garantir a maior transparência possível e garantir um bom desempenho na emissão de seus títulos. Os órgãos competentes auditam as empresas participantes da bolsa para garantir também uma maior credibilidade dos investidores quanto ao seu mercado.

Nestas condições, as empresas passam a ter vários outros custos que se permanecessem com o capital fechado não despenderiam. Passa a ser então de extrema importância o cálculo dos custos de manter a empresa, além daqueles já despendidos quanto a sua abertura na Bolsa. A Tabela a seguir mostra que, em média, as companhias abertas incorrem anualmente em custos para a manutenção. Seguem a seguinte ordem: (i) R\$ 349 mil, no caso de empresas de pequeno porte; (ii) R\$ 644 mil, no caso de empresas de médio porte; e (iii) R\$ 1.293 mil, no caso de empresas de grande porte – valores líquidos de imposto renda e contribuição social, considerando-se que todos os itens são dedutíveis para fins fiscais.

Cabe salientar mais uma vez que as companhias de capital fechado somente deverão considerar o acréscimo da totalidade desses custos na hipótese de elas não disporem ainda de

demonstrações financeiras auditadas e nem em estarem obrigadas a publicá-las. Caso contrário, será necessário apenas analisar os custos que sejam absolutamente incrementais.

Tabela 7 – Simulação dos custos anuais de manutenção da condição de cia. aberta

Itens / Porte das Cias. (R\$/ano)	Pequeno	Médio	Grande
Auditoria - padrão contábil brasileiro	80.000	125.000	325.000
Auditoria - revisão trimestral (padrão brasileiro)	20.000	32.500	82.500
Auditoria - contabilidade em US GAAP ou IFRS	80.000	125.000	325.000
Auditoria - revisão trimestral (padrão internacional)	20.000	32.500	82.500
Total de Auditoria	200.000	315.000	815.000
Editais de Convocação AGO/AGE ⁽¹⁾	7.599	15.198	22.797
Atas de AGO/AGE/RCA ⁽¹⁾	25.054	50.108	75.162
Avisos ao Mercado/Acionistas ⁽¹⁾	7.599	15.198	22.797
Fatos Relevantes ⁽²⁾	6.218	12.436	18.654
Demonstrações Financeiras ⁽¹⁾	66.938	133.876	200.814
Total de Publicações	113.408	226.816	340.224
Área de relações com investidores (RI)	136.500	273.000	409.500
Apresentações ao mercado (incluindo material)	20.000	52.000	205.000
Anuidade da BOVESPA	13.500	30.350	86.500
Taxa anual de fiscalização da CVM	13.259	13.259	13.259
Serviço de escrituração de ações	30.000	60.000	90.000
Diversos	10.000	20.000	30.000
Total de Outros Itens	223.259	448.609	834.259
Sub-Total: Obrigatórios	280.167	507.925	967.483
Sub-Total: Não-Obrigatórios ⁽³⁾	256.500	482.500	1.022.000
Total Geral	536.667	990.425	1.989.483
Total Líquido de IR/CS (35%)	348.834	643.776	1.293.164

1 - No Diário Oficial do Estado de São Paulo e no caderno regional de jornal de grande circulação.

2 - No caderno regional de jornal de grande circulação.

3 - Não-obrigatórios: contabilidade em padrão internacional (US GAAP/ IFRS), área de relações com investidores e apresentações ao mercado. No caso das empresas listadas no Novo Mercado ou no Nível 2 da BOVESPA BOVESPA, a contabilidade em padrão internacional é obrigatória.

ELABORAÇÃO: BOVESPA

Estes seriam os custos advindos da abertura de capital em si, mas podemos elencar vários outros que acabam sendo uma externalidade (positiva ou negativa) da abertura do capital, como exemplo, crescimento de departamentos (para auditoria interna, fortalecimento setor de

marketing, administrativo) como consequência maior número de funcionários, maiores despesas com RH, maiores despesas operacionais, administrativas e tributárias.

É importante ressaltar que a explanação de nossa análise não vem identificar se o investimento é ou não rentável para a empresa. Com a análise dos custos pretendemos demonstrar que as empresas precisam de capital alto para “nascer” e permanecer no mercado acionário, o que por muitas vezes não ocorre, pois as empresas não conseguem suportar os custos de manutenção da abertura de seu capital em Bolsa. As exigências dos órgãos responsáveis e do próprio mercado se mostram demasiadas para várias empresas que abrem seu capital sem um planejamento correto dos custos e retornos advindos da captação via mercado acionário. Como já observamos em capítulo anterior este fato aliado a outros fatores exógenos prejudica o desempenho do mercado acionário no que diz respeito a sua credibilidade perante os seus investidores, visto que muitas empresas acabam fechando seu capital. O fato é que há um grande aumento dos custos da empresa comparativamente ao que ela teria se houvesse continuado com capital fechado e nem todas as empresas suportam esta carga de custos, mesmo que o retorno do mercado acionário seja considerável em relação a outros tipos de captação de recursos. Cabe a empresa que decide abrir seu capital estruturar de forma extremamente profissional e competente seus departamentos administrativos e de análise para que possa ter sucesso no seu investimento.

CAPITULO V – CONCLUSÃO

A base para o crescimento de um país é o aumento da poupança interna e do investimento. Através destes dois quesitos, um país passa a garantir maior produtividade e conseqüentemente melhora nos índices de desemprego e renda gerando melhora no crescimento econômico e social. A persistência no longo prazo deste crescimento com mudanças estruturais qualitativas levam, em última instância, ao desenvolvimento. Para que haja crescimento da poupança e investimento é essencial a um país uma organização que possibilite a intermediação entre os tomadores e os poupadores. Os sistemas financeiros têm como principal característica tornar possível a troca de interesses entre eles garantindo cada vez mais clareza nas transações e rapidez nos negócios. O sistema financeiro é organizado de forma que possa interligar todo tipo de investidor de qualquer lugar do mundo, viabilizando e dinamizando o investimento. No Brasil a evolução e aperfeiçoamento do sistema financeiro foi fator chave para proporcionar ao país melhora nas relações de investimento, significando principalmente a partir de 1994 com a implantação do plano real, uma forte ferramenta para possibilitar a entrada de capital estrangeiro no país. Através de um sistema financeiro moderno, que possibilitou a integração do país com os principais mercados do mundo, houve um aumento considerável dos investimentos estrangeiros o que refletiu também numa melhora do desempenho do mercado acionário que foi o principal canal de entrada deste capital. Este fato se deu principalmente com a onda de privatizações do plano de governo e o Brasil passou a ter maiores atrativos para os investimentos estrangeiros no mercado acionário promulgando uma onda de crescimento neste mercado.

Dentro do sistema financeiro encontramos o mercado de capitais, onde são negociados títulos e papéis de longo prazo e tem como principal característica a desintermediação financeira, contrária ao mercado de crédito que tem como principal objetivo a intermediação. O fato de ser desintermediado identifica uma grande vantagem do mercado de capitais, pois além de tornar as negociações mais práticas ao poupador ou ao investidor, reduz os custos de crédito cobrados pelos bancos (*spread*) no mercado intermediado e o seu pagamento não está indexado às taxas de juros. Dentro do mercado de capitais destacamos o mercado de ações que possui dois segmentos: o mercado primário e o secundário. Identificamos que no mercado primário é onde as empresas se capitalizam, ou seja, financiam seus projetos com capital próprio. Na análise constatamos que a participação deste mercado em relação ao PIB foi muito significativo o que demonstrou a

grande importância do mercado acionário para o país. Houve também um aumento do valor das empresas listadas na bolsa de valores, o que significa que o mercado acionário tem a função de fortalecer e proporcionar maior expectativa de crescimento e expansão dos projetos das empresas. As emissões primárias de ações apresentaram inconstância sendo possível perceber principalmente que o mercado acionário é completamente dependente de fatores conjunturais, da política econômica adotada e da vulnerabilidade da economia frente ao mercado externo. Apesar das grandes variações das emissões primárias a principal análise foi a de que o mercado acionário é um potente viabilizador dos projetos almejados pelas empresas, no entanto no Brasil ainda não podemos identificar uma total eficiência do mercado de ações na economia devido principalmente às instabilidades macro e microeconômicas. Por estes motivos a abertura de capital das empresas no mercado acionário deve passar por vários estudos antes de tomada à decisão. Levantamentos de custos equivocados, uma não projeção quanto a custos futuros de manutenção da empresa na bolsa, falta de planejamentos podem resultar em fechamento do capital e conseqüente desestrutura financeira da empresa. Os motivos para as empresas abrirem seus capitais no mercado acionário são inúmeros como aumento da capacidade competitiva, solução para os problemas de sucessões, maior transparência na administração, os pagamentos de dividendos são compulsórios e mais pessoas participam das empresas refletindo maior participação social. Apesar das vantagens apontadas observamos nesta pesquisa que no período analisado houve redução das empresas listadas em bolsa e não contrapartida da entrada de novas empresas. O principal fato constatado foi novamente questões conjunturais, principalmente no que se refere à política monetária e tributária do país no período e ainda os altos custos de manutenção das empresas na Bolsa. A observação passa neste fato também a conclusão de que o Brasil ainda está caracterizado por empresas familiares em sua maioria pequenas e médias empresas, o que torna difícil o pagamento de custos de abertura e manutenção em bolsa além de reestruturação da empresa, ainda mais no que se refere ao compartilhamento da administração com outros acionistas. Estas características das empresas no país acabam por demonstrar que o mercado de ações ainda é algo muito distante do alcance da maioria das empresas. Este mercado está direcionado para as empresas de maior porte que podem arcar com os custos de abertura e manutenção. Portanto a eficiência na capitalização via mercado acionário de forma que atinja cada vez mais empresas ainda é algo distante e somente uma política de redução dos custos, ou uma reestruturação do perfil das empresas no país poderá acarretar num crescimento das emissões e conseqüente aumento das empresas em bolsa, talvez por isso no Brasil o mercado de

crédito ainda seja muito forte. Os dados analisados no que se refere aos volumes negociados e investidores na bolsa foram positivos refletindo novamente que cada vez mais a bolsa é vista por um maior número de investidores e poupadores como alternativa para realização de seus projetos. Houve relativo aumento do volume de negócios realizados em bolsa no período analisado e os principais investidores ficaram entre os institucionais, estrangeiros e pessoas físicas respectivamente.

As análises e conclusões podem nos levar a caminhos dúbios: por um lado o mercado acionário é eficiente apresenta grandes oportunidades para as empresas da realização de seus projetos sem pagamentos de juros, capitalização via capital próprio, é um mercado desintermediado que tem como característica redução dos custos de negociação, facilidades, transparência, entre outras vantagens já mencionadas. Por outro lado, elitização da participação (apenas empresas maiores conseguem participar), difícil acesso a pessoas leigas (falta de informação), empresas fechando seu capital, sazonalidade dos índices resultando num ambiente de incertezas (alguns anos bons e outros ruins), entre outros também já observados. A última parte da pesquisa nos permitiu constatar que o mercado acionário é eficiente para propiciar o investimento e o crescimento se considerarmos ele em si, seu regulamentos, suas pretensões, sua políticas. Na verdade é um setor que tem objetivos concretos de impulsionar o crescimento, no entanto se depara com um cenário brasileiro econômico e social ainda muito desfavorável à sua alocação eficiente. As políticas monetárias e tributárias adotadas atualmente no Brasil são verdadeiros entraves e não permitem e não irão permitir o crescimento do mercado acionário e tão pouco do próprio país. As altas taxas de juros que chegam a colocar o país em primeiro lugar no ranking dos principais países do mundo, com uma taxa de 12,6% a.a em 2005 e as altas taxas tributárias que significaram 37% do produto do país versam contra toda possibilidade de crescimento. Logo, o mercado acionário que é, assim como a variável investimento, altamente sensível a estas duas variáveis, totalmente sensível à vulnerabilidade econômica interna e externa acaba por não conseguir a eficiência que um mercado acionário pode oferecer a um país.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALBUQUERQUE, Pedro H. **Os Impactos Econômicos da CPMF**: teoria e evidência. Disponível em: <http://econwpa.wustl.edu/eps/pe/papers/0511/0511020.pdf>. Acessado em jan/2006.

BANCO CENTRAL. Disponível em:
<<http://www4.bcb.gov.br/pec/series/port/metadados/mg45p.htm>>. Acessado em set/2005.

_____. **Boletim BC 2001**. Disponível em: <<http://www.bc.gov.br>>. Acessado em dez/2005.

_____. **Boletim BC 99**. Disponível em: <<http://www.bc.gov.br>>. Acessado em dez/2005.

_____. **Boletim BC 96**. Disponível em: <<http://www.bc.gov.br>>. Acessado em dez/2005.

BOVESPA. **Índices Bovespa Definição e Metodologia**. Disponível em:
<<http://www.bovespa.com.br>>. Acessado em dez/2005.

CARVALHO, Fernando Cardim, et al. **Economia Monetária e Financeira**: teoria e política. 4. ed. Rio de Janeiro: Campos, 2000. 453p.

CAVALCANTE, Francisco Silva; MISUMI, Jorge Yoshio. **Mercado de Capitais**. 4. ed. Belo Horizonte: CNBV, 1998. 333p.

FREITAS, Maria Cristina Penido; PRATES, Daniela Magalhães; CINTRA, Marcos Antonio Macedo. **Abertura do Sistema Financeiro no Brasil nos anos 90**. São Paulo: Fundap: Fapesp; Brasília: Ipea, 1999. 205 p.

HABERLER, Gottfried. **Crescimento Econômico e Estabilidade**: uma análise da evolução e das políticas econômicas. 1. ed. Rio de Janeiro: Zahar, 1976. 271p.

ISENÇÃO DA CPMF. Disponível em:
<http://www.senado.gov.br/web/senador/RodolphoTourinho/noticias/janeiro_junho2004/20040618_camara_isencao_cpmf.html>. Acessado em: set/2005.

MELLO, Pedro Carvalho. **Mercado de Capitais e Desenvolvimento Econômico**. (Cap. II). In: CASTRO, Helio Oliveira Portocarrero (Org.). **Introdução ao Mercado de Capitais**. 2. ed. Rio de Janeiro: IBEMEC, 1979. p. 25-36.

MERCADO DE CAPITAIS, São Paulo. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br> >. Acessado em 14/abr/ 2005.

NARITA, Renata Del Tedesco; NOVAES, Walter. **A CPMF e o Mercado Acionário Brasileiro:** efeitos sobre governança corporativa e estilos de investimento. Disponível em: <<http://www.sbe.org.br/ebe25/119.pdf>>. Acessado em nov/2005.

NOBREGA, Mailson da.; LOYOLA, Gustavo; Pasqual, Denise de. **O Mercado de capitais: Sua Importância para o desenvolvimento e os Entraves com que se defronta no brasil.** São Paulo: BOVESPA, 2000.

RICARDO, Leal P.C; COSTA, Newton C. A; Lemgruber, Eduardo F. (Org). **Finanças Corporativas.** São Paulo: Atlas, 2001. 180p.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Rondolph W.; JORDAN, Bradford D.; **Princípios de Administração Financeira.** São Paulo: Atlas, 1998. 430p.

SANTOS, João Regis Ricardo. **Poupança, Investimento e Intermediação Financeira: Conceitos Básicos.** (Cap. I). IN: CASTRO, Helio Oliveira Portocarrero (Org.). **Introdução ao Mercado de Capitais.** 2. ed. Rio de Janeiro: IBEMEC, 1979. p. 15-21.

SOUZA, Nali de Jesus de. **Desenvolvimento Econômico.** 1. ed. São Paulo: Editora Atlas, 1993. 235p.

TABELA DA CPMF. Disponível em: <<http://www.ejassessoria.com.br/termo/pesocpmf.htm>>. Acessado em jan/2006.

VISÃO PARA O COPOM. Disponível em: <http://www.grcvisao.com.br/tipos_relatorios.asp?strTipoProduto=1&strIdTipoRelatorio=4>. Acessado em: 19/jan/2006.