

GULIHERME MIRANDA DE ALMEIDA

**PAPEL DO MERCADO ACIONÁRIO NO
DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO BRASILEIRO**

Monografia de Bacharelado em Economia

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária
PUC – São Paulo

Novembro - 2022

GULIHERME MIRANDA DE ALMEIDA

**PAPEL DO MERCADO ACIONÁRIO NO
DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO BRASILEIRO**

Monografia submetida à apreciação de banca examinadora do Departamento de Economia, como exigência parcial para a obtenção do grau de BACHAREL em Ciências Econômicas, elaborada sob a orientação da Professora Doutora Mônica Landi.

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária

PUC – São Paulo

Novembro – 2022

Esta monografia foi examinada pelos professores abaixo relacionados e aprovada com nota final _____ (_____).

Este trabalho é somente para uso privado de atividades de pesquisa e ensino. Não é autorizada sua reprodução para quaisquer fins lucrativos. Esta reserva de direitos abrange a todos os dados do documento bem como seu conteúdo. Na utilização ou citação de partes do documento é obrigatório mencionar nome da pessoa autora do trabalho e demais itens da referência bibliográfica.

Dedicatória

Aos meus pais que me proporcionaram uma educação de qualidade

SUMÁRIO

Introdução	6
Capítulo 1: Princípio de troca e importância da moeda	7
1.1 Economia	7
1.2 Importância do papel-moeda	7
Capítulo 2: Desenvolvimento econômico e estrutura do Sistema Financeiro	15
2.1 Crescimento e desenvolvimento econômico	15
2.2 Mercado de capitais	17
2.3 Bancos: comerciais, de investimentos e múltiplos	20
2.4 Mercado de ações: mercado primário e secundário	21
Capítulo 3: Mercado acionário e seu papel para o crescimento econômico brasileiro	24
3.1 Estrutura do Sistema Financeiro Nacional (SFN)	24
3.2 Mercado acionário brasileiro	26
Considerações Finais	37
Referências Bibliográficas	38

INTRODUÇÃO

A pesquisa tem como foco explicitar a estrutura, fundamentos e interesses dos agentes acerca do mercado financeiro, buscando traçar os limites do mercado de ações no Brasil desde sua criação visando a impulsão das empresas domésticas e internacionais, dependência de certos setores do mercado até sua relação com o mercado externo. Dado tal estrutura, entenderemos como se desencadeou o mercado de ações correlacionando aos avanços do desenvolvimento econômico durante os anos.

Na presente monografia será debatido como se deram as primeiras trocas financeiras, os valores em que os indivíduos atribuem ao mercado capitalista e como os indivíduos se comportam diante o modelo econômico estabelecido para consigam fomentar o aumento de capital. Uma dessas ferramentas financeira é o mercado de capitais dedicadas às empresas de capital aberto. Veremos o principais agentes, funções e fundamentos desse mercado. É fundamental ilustrar esses agente em classes sociais para entender como a distribuição de renda exige certos interesses partidário, oligárquico, público e, principalmente, empresarial.

Assim, o presente trabalho ilustra como tal estrutura do mercado acionário não se restringe somente a grande parcela da população, mas também, indícios do porquê ainda somos dependentes das especulações de grandes setores industrias, agronegócio, setor de serviços, interesses políticos e do mercado externo.

1. Princípios de troca e importância da moeda

1.1 Economia

De acordo com a Teoria Econômica, a economia funciona e se faz necessária devido a uma lei natural: recursos escassos, desejos ilimitados. Em outras palavras, a economia é a ciência que estuda os meios possíveis de satisfazer as necessidades do ser humano de maneira maximizada, uma vez que os recursos naturais para fazê-lo são finitos.

A partir disto, há inúmeras interpretações de como a economia deve funcionar para otimizar seu andamento e evitar a pobreza, uma vez que a desigualdade (mesmo que seja mínima) é inevitável em uma sociedade livre (CORDEIRO, 2005). A ciência econômica preocupa-se com o estudo da alocação de recursos da economia. Esse assunto torna-se relevante devido à constatação de que os indivíduos têm necessidades e desejos ilimitados, enquanto os recursos disponíveis para atendê-los são escassos.

Dentro dessa inquietude do consumidor, existem inúmeras maneiras de maximizar essa satisfação e realizar ganhos. De maneira geral, veremos como se constitui a criação do papel-moeda e suas principais funções de troca, posteriormente, entender como as trocas deram origem, de maneira ampla, à estrutura financeira capitalista e, por fim, observar a relação da estrutura do mercado financeiro, principalmente, do mercado de ações no Brasil (fração de uma empresa) e sua relevância para desenvolvimento da economia. Observaremos características do mercado financeiro nos países desenvolvidos e torná-los parâmetro a fins de concluir se o mercado acionário nacional funciona de maneira saudável para desenvolvimento econômico.

1.2 A Importância do Papel-Moeda

A origem da moeda remonta às sociedades primitivas quando o homem vivia em pequenos grupos, em geral, nômades que exerciam formas rudimentares de uma atividade econômica baseada na troca de alimentos e animais. O que era produzido em excesso era estocado para consumo próprio e para trocas dentro do próprio grupo ou com outros grupos. Essa troca direta é denominada escambo.

Com o crescimento da produção e aumento de seus estoques, os grupos que eram nômades, passaram a se fixar em determinados locais, aproveitando períodos crescentes de prosperidade. As atividades dos indivíduos dentro dos grupos passaram a ser mais bem

definidas. As trocas passaram a ser realizadas com mais intensidade. O escambo foi aos poucos cedendo espaço para troca de produtos que tinham uma aceitação geral, sendo aceitos sem maiores restrições. O sal, por exemplo, era um produto que era utilizado como moeda de troca.

Na era da moeda metálica, ela era cunhada em metal com formato circular. Em virtude das vantagens oferecidas ao comércio, difundiu-se por todo o mundo. Os metais foram escolhidos como moedas por possuírem as seguintes características: valor intrínseco, dureza, raridade relativa, grande valor, identidade, grande poder aquisitivo, pequena variação de valor, facilidade de reconhecimento, propriedades industriais e ponto de fusão elevado.

A moeda, desde então, passou a desempenhar papel fundamental ao permitir a realização de trocas, redução dos custos das transações econômicas, servindo, ainda, como padrão na valoração dos bens. Desaparecia a necessidade de convergência de interesses entre os indivíduos interessados na troca.

Historicamente, esses efeitos são evidenciados em três funções básicas: a de meio de pagamento (por ser a moeda usada para pagar pelos bens ou serviços adquiridos), a de unidade de conta (uma ‘unidade ideal’, na medida em que bens e serviços passarão a ter seu valor quantificado em unidades monetárias) e a reserva de valor (porque, ao ser guardada ou ‘entesourada’, ela se transforma em um ‘repositório de poder de compra sobre o tempo’ (YASBEK, 2007, p. 71).

No entanto, as moedas cunhadas em metais preciosos, como o ouro, por exemplo, geravam operações complexas por ocasião de sua utilização (pesagem, verificação do metal utilizado, etc). Visando solucionar o problema, negociadores da época passaram a depositar as moedas em bancos e recebiam em troca certificados de depósito da moeda e, estes sim, passaram a circular, sendo entregues em troca das mercadorias adquiridas e aceitos como forma de pagamento.

Assim teve origem o papel-moeda cujo lastro era o metal nobre, geralmente o ouro, que ficava depositado em bancos. Posteriormente passou a circular certificados que representavam tal depósito. Tais títulos eram amplamente aceitos no comércio. As cédulas eram, portanto, representativas do metal mantido como custódia nos bancos. A partir da primeira guerra mundial passou a ser abandonado o sistema de lastreamento em ouro, e o papel-moeda, como conhecemos hoje, passou a ser emitido em larga escala. O valor da moeda estaria fundado na confiança que os agentes econômicos depositavam no agente emissor.

Com essa base histórica surgiram duas correntes que compõe a Teoria da Economia denominadas: escola liberal e neoclássica. Para a teoria liberal, influenciada por grandes

pensadores da história como Adam Smith, John Locke, Stuart Mill e Immanuel Kant, a presença do governo na economia afeta seu funcionamento natural, gerando ainda mais crises.

Segundo o pensamento econômico liberal, o funcionamento de uma economia saudável é a concepção da tríade “eficiência, equidade e liberdade”, presente na teoria econômica como forma de otimização dos resultados. Respectivamente, esses termos podem ser definidos como: produzir o máximo com a menor quantidade possível de recursos, a distribuição mais justa possível de recursos escassos e a liberdade dos indivíduos de produzirem e consumirem o que quiserem no mercado.

Esses pontos formam o pilar liberal e a necessidade da economia possuir essas três forças uniformemente, na medida em que ao se perder o equilíbrio de uma, as demais são afetadas. Por exemplo: caso o governo promova uma distribuição de renda sobretaxando a riqueza produzida, afetará diretamente a liberdade de produzir, já que parte da produção seria dividida por entre as camadas sociais. Para pagar menos impostos, o produtor diminuiria sua produção, mostrando que a intervenção governamental na economia a fim de promover uma maior igualdade de renda pode afetar a eficiência econômica, por intervir diretamente na liberdade individual. Consequentemente, afetará a eficiência da economia ao se produzir menos bens e serviços e, portanto, riqueza (FORTUNA, 2009).

Vale ressaltar que o liberalismo econômico teve início no século XVI com o propósito de combater o mercantilismo (conjunto de práticas econômicas adotado pelas nações europeias entre o século XV e o século XVIII), cujos ideais já não atendiam às novas necessidades da economia e possuíam fortes raízes intervencionistas. O liberalismo se contrapôs ao controle exacerbado dos Estados Nacionais (MANOS, 2006).

Posto isto, o mais importante teórico do liberalismo econômico foi Adam Smith, escocês que defendia que todas as pessoas são movidas por um impulso natural de desenvolvimento econômico, baseado no individualismo ou, até mesmo, no egoísmo humano. Entretanto, este individualismo, no contexto geral, traria benefícios para toda a sociedade, uma vez que a soma desses interesses particulares promoveria a evolução social generalizada.

Assim sendo, a soma de todas as ações isoladas de comerciantes, produtores e distribuidores das mais diversas áreas, buscando a excelência, geram cada vez mais empregos, circulação de bens e moeda e, sobretudo, inovações. Esses movimentos benéficos do mercado, Adam Smith idealizou como a “Lei da Mão Invisível”. Tais resultados, segundo Smith, nunca seriam alcançados com medidas governamentais, por não possuírem a livre concorrência de mercado (FORTUNA, 2009).

Neste momento, o Estado se tornará mais um agente econômico, mas com um poder regulador e fiscalizador dessa transformação financeira. Pensadores começaram a questionar as ações estatais e eficiência de sua atuação nos mercados capitalistas

Assim decorre o pensamento de Keynes que defendia a intervenção estatal para manter o bom funcionamento de uma economia. Se necessário, o Estado deveria se endividar para que essa intervenção ocorresse. Keynes identificou em suas obras uma possível falha do liberalismo econômico. Segundo o teórico, em momentos de recessão, os agentes econômicos tendem a reter os investimentos e guardar dinheiro, por segurança. Ou seja, as pessoas ficam receosas de gastar, consumir e investir, por medo da perpetuação da crise. Por isso, a economia ficaria cada vez mais travada e fraca e, portanto, somente o agente governamental (Estado) poderia solucionar tais momentos.

Já para Keynes, cujo os ideais modificaram toda a teoria de macroeconomia e práticas governamentais, e seus defensores, o Estado deve adentrar na economia em momentos de crise que são, por sua vez, partes naturais do ciclo econômico. Para ele, somente o governo pode ser promotor do bem estar social (FORTUNA, 2009).

De forma mais técnica, em momentos de grandes crises, os agentes econômicos retêm moeda no que Keynes define como “preferência pela liquidez”. Contrariamente ao que imaginavam os economistas clássicos/liberais, que acreditavam que a moeda possuía duas funções (meio de circulação e meio de troca), Keynes alega uma terceira função que seria moeda enquanto reserva de valor (FORTUNA, 2009).

Portanto, ao reter moeda enquanto reserva de valor, provoca-se um descasamento entre oferta e demanda, gerando crises. Quando a economia entra em recessão (produtores produzindo em menor quantidade e consumidores demandando menos), resta ao Estado o papel de retomada do crescimento e desenvolvimento como um agente econômico.

Por isso, Keynes propõe que, em momentos de crise, o Estado tome a frente e compense falhas de mercado por meio de políticas públicas. Ele chama essas medidas intervencionistas de “políticas fiscais anticíclicas”, porque elas intervêm nos ciclos econômicos de redução de salários e demissões como resposta a crises. Uma medida anticíclica importante proposta por Keynes é o endividamento estatal para financiar projetos de infraestrutura que exijam grandes contingentes de trabalhadores. Ou seja, por meio desses projetos, Keynes admitia a geração de empregos e, conseqüentemente, uma saída da crise.

Em essência, o autor acreditava que era melhor o Estado intervir para resolver momentos de desequilíbrio, no curto prazo, do que esperar que o próprio mercado se autorregulasse ao

longo prazo. Nesse sentido, uma de suas mais famosas frases é: “no longo prazo, estaremos todos mortos”, em sua obra “Tratado sobre a Reforma Monetária”, de 1923.

A discussão acerca da necessidade de desenvolvimento para melhorar as condições socioeconômicas de um Estado vem aumentando e ganhando maior relevância no cenário internacional, principalmente após o aceleramento do processo de globalização a partir do século XX. As transformações e eventos ocorridas no cenário internacional, como as I e II Guerras Mundiais, a Grande Depressão, os dois Choques do Petróleo, as Crises Asiática e Latina, o 11 de setembro, entre outros fatores, colaboraram para o maior interesse de se atingir o desenvolvimento seja para melhoria da qualidade de vida da população ou para tornar-se uma potência econômica mundial ou regional (PINHEIRO, 2006).

Nesse sentido, a importância da intermediação financeira para o financiamento do crescimento econômico através da oferta de crédito produtivo já era abordada no início do século XX por autores como Schumpeter (1912) e Keynes (1937). Posteriormente, com a predominância dos modelos neoclássicos de crescimento (baseados principalmente nos modelos de crescimento de Solow), o tema perdeu espaço na discussão econômica (PINHEIRO, 2006).

Segundo os modelos neoclássicos, o crescimento econômico era dado segundo uma função de produção em que o volume produzido (Y) seria determinado, a nível micro e macroeconômico, pela quantidade utilizada dos fatores Capital (K) e Trabalho (L) e, no máximo, incluía o fator Terra (N). Desta forma, a função de produção era dada por: $Y = f(K, L)$ ou $Y = f(K, L, N)$.

Os fatores tradicionalmente endógenos à função de produção (K e L) eram considerados lineares, homogêneos e produziam rendimentos constantes. Ou seja, uma variação no volume de produção (mantendo-se o nível tecnológico constante) dar-se-ia proporcionalmente à soma das variações das quantidades utilizadas de fatores. Já a quantidade necessária de cada fator para gerar um determinado volume de produção era constante e medida por coeficientes lineares. Assim, somente um choque tecnológico exógeno afetaria a taxa de crescimento de longo prazo, uma vez que tornaria a produtividade dos fatores mais elevada (PINHEIRO, 2006).

Somente a partir da Segunda metade da década de 1980 houve a retomada dos estudos sobre crescimento e a linha teórica principal baseava-se nos modelos de desenvolvimento endógeno. Estes modelos foram formulados abrangendo, segundo Fortuna (2009), dois pontos de vista: o espacial ou regional e o da teoria macroeconômica do desenvolvimento.

O primeiro refere-se ao conceito de desenvolvimento endógeno enquanto modelo de desenvolvimento definido pela sociedade local organizada (modelo de crescimento de baixo para cima) – em oposição ao planejamento definido e conduzido somente pelo Estado (de cima para baixo) – como meio de associar o contexto social local e o contexto produtivo, cabendo ao Estado o papel de elaborar e coordenar, a partir de estratégias definidas com a participação das instituições da localidade, políticas de fortalecimento de arranjos e sistemas produtivos locais (FORTUNA, 2009).

Sob esta perspectiva, para que ocorra o crescimento de baixo para cima, o planejamento econômico deve estar direcionado à exploração de vantagens competitivas regionais como forma de promover o crescimento persistente do produto e desenvolver a capacidade de absorver os excedentes locais e, ainda, atrair excedentes externos. Ao mesmo tempo, a região deve estar atenta às mudanças da tecnologia e da economia mundial numa tentativa de construir uma ponte entre o local e o global porém, obedecendo às especificidades de cada região.

Sobre o que pode ser entendido como conceito de desenvolvimento endógeno, refere-se à composição e análise da função de produção agregada. E este ponto apresenta particular relevância, visto que, como afirma Pinheiro (2006), o maior rompimento dos modelos formulados pelos economistas de formação neoclássica, foi considerar que os rendimentos dos fatores são crescentes, alterando a composição e a interpretação da função de produção agregada.

Considerar que os rendimentos dos fatores de produção são crescentes implica dizer que, ao contrário do que afirma a Teoria Neoclássica, uma variação no volume de produção total pode ser alcançada não somente a partir de uma variação da quantidade utilizada de Capital (K) e Trabalho (L), mas também a partir da variação de fatores macroeconômicos como pesquisa e desenvolvimento, educação, conhecimento, qualificação profissional e financiamento, dentre outros (ASSAF NETO, 2001).

O autor destaca ainda que os rendimentos crescentes decorrem do efeito que as externalidades do tipo marshallianas produzem em alguns aspectos macroeconômicos que acabam por provocar efeitos positivos sobre o conjunto da economia e chegam a condicionar as ações na esfera microeconômica. Por isto, variáveis antes consideradas exógenas passaram a ser vistas como componentes da função de produção. Ou seja, os (novos) fatores são considerados endógenos porque possuem efeitos significativos sobre o aumento da produtividade e sobre os rendimentos (crescentes) sendo, juntamente com os tradicionais fatores (capital e trabalho), determinantes do crescimento econômico.

É neste contexto de discussão acerca dos fatores determinantes do desenvolvimento e da ocorrência dos rendimentos crescentes, propiciado pela Teoria do Desenvolvimento Endógeno, que se retoma a discussão sobre qual a relevância do sistema financeiro para o crescimento da economia, uma vez que os modelos de crescimento endógeno indicam uma relação mais estreita entre financiamento, inovação e crescimento econômico.

O progresso da humanidade, o desenvolvimento do comércio, a Revolução Industrial, os sistemas econômicos adotados pelos países, a necessidade de novos investimentos em empresas e a de poupança, por parte daqueles que possuem recursos financeiros excedentes, provocou o surgimento de um mercado onde aqueles que necessitam de recursos e aqueles que dispõem de recursos excedentes podem, respectivamente, captar e aplicar seus recursos.

Ao se observar as economias modernas, os desejos de consumo das famílias estão em geral acima de sua capacidade econômica, este raciocínio também pode ser observado nos demais países, tendo em vista que estes também estão inseridos em um contexto de escassez dos recursos, no qual, as pessoas disponíveis para trabalhar e os recursos naturais, financeiros e tecnológicos existentes são limitados.

Deste modo, a economia é formada por diversos agentes econômicos, como o governo, as empresas, as famílias, os indivíduos, dentre outros, os quais possuem diferentes intenções quanto à poupança e ao investimento. Algumas unidades econômicas gastam acima da sua renda, ou seja, seus investimentos superam a sua capacidade de gerar poupança, são os chamados agentes deficitários. Por outro lado, existem agentes que não gastam toda a renda recebida, ou seja, sua capacidade de poupança excede a sua necessidade de realizar investimentos, esses são denominados de agentes superavitários.

Nesse contexto, a função do sistema financeiro é promover o encontro destes agentes, proporcionando meios para que os superavitários apliquem a sua poupança e para que os deficitários obtenham os recursos que necessitam para a realização de seus investimentos. Logo, o sistema financeiro, caracterizado como uma rede de mercados e instituições, sendo o local em que são transferidos os fundos disponíveis dos poupadores para os investidores.

Diante do exposto, uma das principais características de um sistema econômico é alocar recursos, como trabalho e matéria-prima, entre as unidades econômicas, sendo estas as famílias, empresas e governo. Essa alocação é orientada pela teoria econômica com o objetivo de ser o mais eficiente possível, no sentido de evitar desperdícios de recursos e alcançar o maior bem-estar para as unidades econômicas e de maneira igualitária (no caso das famílias).

No seguinte capítulo, observaremos a montagem do sistema financeiro e sua capacidade de auxiliar o processo de desenvolvimento econômico mundial.

2. Desenvolvimento econômico e estrutura do Sistema Financeiro

2.1. Crescimento e desenvolvimento econômico

Existem poucos estudos sobre a relação entre mercados de capitais e crescimento econômico, também pela dificuldade em encontrar pontos de causalidade entre ambos. Alguns estudos chegam ainda a contestar a importância do mercado de capitais. Mas há alguns trabalhos que apontam uma correlação positiva entre mercado de capitais e crescimento econômico.

Autores da época analisam teoricamente a importância do mercado de capitais através de alguns pontos: 1. Capacidade de diversificação. Com a existência do mercado de capitais, existe maior possibilidade de diversificação de investimentos, o que os torna mais seguros, assim como a captação de recursos pelas empresas é mais facilmente realizada; 2. Risco moral (moral hazard). O mercado de capitais tem a capacidade de atenuar o risco moral. Uma das maneiras de impedir que insiders se beneficiem de recursos da empresa além do que lhes convém (prejudicando a empresa), é através dos títulos de dívida, que aumentam a fração de participação do capital detido pelos insiders, o que aumenta o risco de falência caso estes tomem “decisões imprudentes”. Contratos vinculativos de performance no longo prazo por parte dos insiders também ajudam nesse sentido; 3. Mudança de propriedade. O mercado de ações disciplina os administradores das empresas através da mudança de propriedade. Se o administrador não estiver fazendo um bom trabalho, o preço das ações de sua empresa declinará até abaixo de seu potencial de valor, sendo alvo de investidores que comprarão essas ações desvalorizadas, diminuindo a fração de participação dos administradores; 4. Inovação. O mercado de capitais fornece recursos para o desenvolvimento de inovações, financiando os empreendedores que, sem esse mercado, teriam opções de financiamento muito mais limitadas; 5. Liquidez e eficiência. A liquidez do mercado de capitais é de suma importância, revelando informações sobre as empresas a partir da variação do preço das suas ações e permite que transações ocorram instantânea e continuamente. Um mercado mais eficiente transmitira informações mais seguras e precisas, permitindo o melhor funcionamento do mesmo e beneficiando os agentes participantes como um todo, Bakaert e Harvey (1997).

Dessa forma, um mercado de capitais bem desenvolvido ajuda a alinhar os interesses dos administradores e dos acionistas, aumentando a eficiência alocativa e o crescimento econômico.

A relação de estrutura/performance do mercado é evidenciada quando analisados os resultados dos mercados de capitais mais desenvolvidos do mundo, EUA e a Inglaterra, em relação a mercados de capitais subdesenvolvidos ou emergentes, México e Brasil. Os primeiros países citados apresentaram melhores performances econômicas nos seguintes aspectos: maior crescimento da produtividade, maior crescimento dos salários reais, maiores oportunidades de empregos, melhor estabilidade econômica e maior crescimento na proporção de casas próprias.

É extramente importante existir liquidez no mercado, pois muitos investimentos rentáveis requerem longos períodos de comprometimento do capital investido, mas os investidores frequentemente não estão dispostos a abster-se de suas poupanças durante tanto tempo. A liquidez também torna os investimentos menos arriscados, uma vez que é fácil se desfazer de ações. Ao mesmo tempo, as empresas continuam a utilizar o mesmo montante de recursos nela investidos.

Levine (1997) também faz uma análise empírica do fato ao classificar 38 países (de variados níveis de desenvolvimento) de acordo com o grau de liquidez de seus respectivos mercados acionários, dividindo-os em quatro grupos, analisados para o período de 1976 a 1993. Os países que tinham os mercados mais líquidos em 1976 foram os que apresentaram maior crescimento econômico no período 1976-1993. O autor ainda ressalta que, de acordo com suas análises empíricas, não é necessariamente o tamanho do mercado ou a volatilidade das ações que importam para o crescimento econômico, mas a facilidade (eficiência) com que as ações são negociadas.

Indo além do crescimento econômico, Pinheiro (2014) aborda o papel do mercado de capitais no desenvolvimento econômico. Observando os mercados financeiros e tomando como exemplo o mercado de crédito, é evidente que este canaliza os recursos dos poupadores para as oportunidades de negócios, promovendo o crescimento da economia, mas não necessariamente o seu desenvolvimento.

Isso acontece porque a forma como canalizam recursos por meio da aplicação financeira para os superavitários e crédito para as empresas representa um aumento em endividamento e, conseqüentemente, comprometimento de resultados futuros com credores financeiros. Já a canalização de recursos por meio do mercado de capitais dá-se pela busca de novos sócios para os empreendimentos que a empresa necessita fazer. O mercado de capitais e, especificamente, o mercado primário de ações, constituem possibilidades importantes para a realização de investimentos com riscos diluídos e representam uma das maiores fontes de desenvolvimento econômico (PINHEIRO, 2014).

2.2. Mercado de Capitais

O Sistema Financeiro e faz parte do processo de desenvolvimento capitalista impulsionado por Keynes; parte integrante e importante de qualquer sociedade econômica moderna e, neste sentido, é fundamental introduzir algumas noções básicas sobre o funcionamento da economia, antes de tratar especificamente do sistema financeiro brasileiro, para que se compreenda melhor as funções e o funcionamento dos mercados.

O termo ‘mercado financeiro’ pode ser cindido para se criar dois tipos: o mercado financeiro em sentido restrito e o Mercado de Capitais. No primeiro, a canalização e mobilização dos recursos financeiros são efetivados por um intermediário financeiro, que se posta entre o investidor e o beneficiário do investimento, sendo papéis típicos das instituições bancárias, que captam valores junto aos clientes e emprestam a terceiros, mediante remuneração. Já no Mercado de Capitais a relação de financiamento se estabelece de maneira direta entre o prestador de recursos e o beneficiário, sendo o prestador remunerado via juros da dívida.

O termo ‘mercado’ pode ser utilizado em diversos contextos e nos seus mais variados significados. No entanto, nos interessa aqui tratar de mercado como sendo o “locus abstrato em que ocorre a formação de preço a partir da contraposição entre oferta e demanda, sem maiores considerações de cunho institucional” (ASSAF NETO, 2001, p. 15). Sendo assim, o mercado deve ser entendido como o local onde se encontram fornecedores e consumidores, oferta e demanda, cada qual visando atender seus interesses, ou mesmo interesses de terceiros. Suas funções primordiais são as de determinar preços, realizar negócios, balizar a demanda e a procura, com vistas a promover o equilíbrio na economia. Por meio do mercado, os fornecedores decidem quanto e quando produzir, com vistas a atender às demandas dos consumidores, que definem quanto e quando comprar, caso o preço lhes seja interessante.

Para um correto e equilibrado funcionamento do mercado há que haver concorrência entre os agentes nele atuantes, necessitando, portanto, de um certo número de produtores e consumidores, que ajam de forma independente e provoquem a disputa, não podendo, nenhum deles possuir poder de mercado, ou seja, não possam determinar, de forma unilateral, condições, preços, entre outros, dos produtos comercializados, por exemplo. A concorrência é fundamental para a melhoria na eficiência dos agentes do mercado, gerando o bem estar social. Há que haver, também, liberdade para ingresso e saída do mercado, por parte daqueles que nele atuam (PINHEIRO, 2006).

O risco é ínsito ao mercado, provocando temores que abalam os empresários, os empreendedores, e também, os investidores. Há o medo da concorrência, das crises do comércio mundial, surgimento de novos produtos e novas tecnologias, erros de gestão por parte dos empresários, fenômenos da natureza como secas, chuvas em excesso, terremotos, entre outros, greves, intervenções estatais (FORTUNA, 2009). Os assalariados também são atingidos por esses temores, só que, neste caso, o medo é de perder o emprego, deixar de ser produtivo, ser substituído por outro funcionário ou mesmo por máquinas. Por fim, os consumidores, ficam receosos de serem ludibriados, fraudados, mal-entendidos, manipulados por outros agentes do mercado.

No Mercado de Capitais são realizadas usualmente operações de médio e longo prazo, sendo que os principais títulos negociados são as ações (representam parte do capital das empresas), as debêntures e os bônus de subscrição, dentre outros. É um mercado de risco, como já informado, onde o investidor, por exemplo, aposta no crescimento e no lucro da empresa da qual é acionista visando, com isso, a valorização de suas ações, obtendo, assim, rendimentos.

A combinação de operações de crédito com a emissão de ações resulta na estrutura de capital de uma empresa. Uma eficiente administração procura viabilizar volumes de capitais de terceiros (empréstimos) e próprio (participação) de maneira que, reduzindo o custo do primeiro, viabilize os projetos de investimentos da empresa, os quais, com os resultados gerados, permitem otimizar o retorno do capital próprio (FORTUNA, 2009, p. 24).

A expressão “Mercado de Capitais” é usualmente empregada como denominação para os diferentes segmentos do mercado de investimento de capitais. “Capital” aqui se refere a um ativo gerador de rendimento, podendo existir na forma de dinheiro ou valores mobiliários, conhecidos como capitais financeiros (GONÇALVES; SOUZA, 2018).

O crescimento e desenvolvimento do Mercado de Capitais estão diretamente ligados ao processo de desenvolvimento econômico de um país, ao mesmo tempo em que contribui, fundamentalmente, para esse desenvolvimento através, por exemplo, da geração de novos empregos e renda. Através deste mercado, as empresas obtêm recursos financeiros para financiar seus projetos de desenvolvimento.

O mercado de capitais assume papel dos mais relevantes no processo de desenvolvimento econômico. É o grande municador de recursos permanentes para a economia, em virtude da ligação que efetua entre os que têm capacidade de poupança, ou seja, os investidores, e aqueles carentes de recursos de longo prazo, ou seja, que apresentam déficit de investimento (ASSAF NETO, 2011, p. 111).

As empresas, quando necessitam de recursos financeiros, podem recorrer ao Mercado de Capitais através da negociação de seus títulos e valores mobiliários. Aqueles que dispõem de recursos financeiros para aplicar poderão recorrer ao Mercado de Capitais para promover a aquisição destes títulos e valores mobiliários. Assim, este mercado é composto, basicamente, daqueles que precisam captar recursos financeiros e daqueles que têm esses recursos a oferecer.

Muitos países, e dentre eles o Brasil, têm procurado, nas últimas décadas, estimular o financiamento das atividades empresariais e o desenvolvimento da atividade econômica por meio de captação de recursos junto ao mercado de valores mobiliários, por meio da abertura do capital das empresas. Tal modelo de financiamento é menos dispendioso para as empresas do que a forma, até então tradicional, de financiamento obtidos junto às instituições bancárias. Ao entrar nesse mercado, as empresas tendem a utilizar debêntures incentivadas para a captação de recursos.

A abertura de capitais apresenta, também, outras vantagens aos acionistas, porque pode gerar a maximização do valor do bloco de ações de controle da sociedade, repartição de riscos do empreendimento com o investidor, possibilidade de vender suas participações no mercado, entre outros.

São características fundamentais do Mercado de Capitais o seu dinamismo e a liquidez das aplicações, tendo em vista que os títulos adquiridos podem ser vendidos a qualquer momento neste mesmo mercado. A competitividade global também contribuiu, e ainda tem contribuído, para o aumento da importância dos mercados de capitais para as economias em geral (GONÇALVES; SOUZA, 2019).

O Mercado de Capitais organizado permite ao investidor uma série de possibilidades, como a conversão de ativos líquidos em investimentos fixos, ou seja, permite ao poupador aplicar suas economias no Mercado de Capitais e, por sua vez, a empresa poderá utilizar esse dinheiro em investimento direto na compra de equipamentos, por exemplo. Ocorre, ainda, no Mercado de Capitais, a soma de pequenos e pulverizados investimentos que juntos se transformam em grandes investimentos de capital nas empresas.

O aumento dos níveis de confiabilidade e confiança no Mercado de Capitais fez com que ele assumisse, com o passar do tempo, papel relevante na capitalização das empresas. Não há como se negar a grande vantagem às empresas em se obter recursos financeiros por meio de lançamento de ações no Mercado de Capitais em relação aos empréstimos bancários, em vista da cobrança, pelos bancos, de taxas elevadas de juros.

No entanto, os intermediários financeiros têm como função proporcionar a aproximação daqueles que têm recursos superavitários e desejam investir, junto àqueles agentes deficitários, que estão a procura de recursos para investir na atividade produtiva. Ressaltamos que é de fundamental importância a canalização de recursos superavitários para o setor produtivo, característica esta marcante nos países desenvolvidos, que possuem mercados de capitais sólidos.

2.3 Bancos: comerciais, de investimentos e múltiplos

No âmbito do mercado financeiro existem alguns tipos de bancos que são muito importantes para o desenvolvimento nacional, sendo estes os bancos comerciais, de investimentos e múltiplos. Os bancos comerciais são instituições privadas ou públicas, que possuem como objetivo principal oferecer suprimentos de recursos necessários para finalizar, a curto e a médio prazo, o comércio, a indústria, as empresas prestadoras de serviços, as pessoas físicas e terceiros em geral. Os bancos comerciais também podem oferecer fundos de investimento e títulos de capitalização, podendo ser privados ou públicos.

Eles atuam na intermediação entre poupadores e tomadores de crédito em operações de curto e médio prazo. Bancos comerciais praticam basicamente a captação de depósitos a vista, possibilitando o desconto de títulos, operações de abertura de crédito em conta corrente e prestação de serviços em geral (PINHEIRO, 2009).

Podem também captar depósitos a prazo fixo, obter recursos de instituições oficiais e no exterior para repasse à clientes e realizar operações especiais de crédito rural, cambial e comércio internacional. Bancos comerciais aplicam seus recursos no financiamento das necessidades de capital de giro de empresas comerciais e industriais.

Enquanto que os bancos de investimentos na intermediação entre poupadores e tomadores de crédito em operações de curto e médio prazo. Bancos comerciais praticam basicamente a captação de depósitos a vista, possibilitando o desconto de títulos, operações de abertura de crédito em conta corrente e prestação de serviços em geral. Podem também captar depósitos a prazo fixo, obter recursos de instituições oficiais e no exterior para repasse à clientes e realizar operações especiais de crédito rural, cambial e comércio internacional. Bancos comerciais aplicam seus recursos no financiamento das necessidades de capital de giro de empresas comerciais e industriais (MANOS, 2006).

Por fim, os bancos múltiplos, de acordo com a decisão do CMN, surgiram através da resolução 1.524/88, a fim de permitir que as instituições do mesmo grupo se constituam em uma única instituição financeira. Desta forma os bancos múltiplos podem operar com carteira comercial, de investimento, de crédito imobiliário, de leasing, de aceite e de desenvolvimento.

Os bancos múltiplos são instituições financeiras privadas ou públicas que realizam as operações ativas, passivas e acessórias das diversas instituições financeiras, por intermédio das seguintes carteiras: comercial, de investimento e/ou de desenvolvimento, de crédito imobiliário, de arrendamento mercantil e de crédito, financiamento e investimento (FORTUNA, 2009).

O banco múltiplo deve ser constituído com, no mínimo, duas carteiras, sendo uma delas, obrigatoriamente, comercial ou de investimento, e ser organizado sob a forma de sociedade anônima. As instituições com carteira comercial podem captar depósitos à vista. Na sua denominação social deve constar a expressão "Banco" (Resolução CMN 2.099, de 1994).

2.4 Mercado de Ações: Mercado Primário e Secundário

O acesso das empresas ao Mercado de Capitais se divide em duas fases. No mercado primário, em síntese, a empresa lança suas ações no mercado e recebe os recursos em seu caixa. No mercado secundário ocorre a negociação dos títulos no mercado, sem atingir diretamente a situação financeira da empresa, há a negociação de títulos e a criação de liquidez.

Neste sentido, uma empresa que necessite de recursos financeiros, para financiar seus projetos de investimentos, pode obtê-los através da conquista de novos sócios, caso os atuais acionistas não consigam subscrever as ações, em uma nova emissão, pertencendo este processo à concepção de mercado primário. Esses novos sócios, ao adquirirem as ações daquela determinada empresa, irão injetar novos recursos financeiros, que serão revertidos para a expansão da empresa e que poderá resultar em crescimento da empresa e, por consequência, aumento no valor das ações, gerar dividendos, entre outros benefícios.

Neste mercado estão, de um lado a empresa que negocia a venda de novas ações ao público, obtendo recursos financeiros, e do outro lado estão os subscritores destas ações, que são aqueles que adquirem e pagam por elas. As ações pertencem à empresa, são negociadas pela primeira vez e o dinheiro obtido vai diretamente para a empresa emissora (GONÇALVES; SOUZA, 2018).

Ocorre subscrição particular caso os antigos acionistas da empresa adquiram estas ações. O que confere caráter público ao lançamento de ações é a busca de novos acionistas e o

esforço de venda. Tais lançamentos públicos são chamados de operação de *underwriting*. Um intermediário financeiro é encarregado, pela empresa, de colocação dos títulos no mercado. O *underwriting* pode ser executado por um único intermediário financeiro ou por um consórcio de instituições financeiras.

Somente as empresas de capital aberto podem fazer emissões públicas de ações. Para que ocorra tal abertura a empresa precisa estar ajustada às regras e exigências do mercado, entre elas a reorganização da estrutura societária, adaptação dos estatutos sociais, contratação de auditoria independente. Todo o processo de abertura de capital precisa da aprovação e do registro na Comissão de Valores Mobiliários (FORTUNA, 2009).

O processo de *underwriting* pode ser de 3 tipos: firme, residual e melhores esforços. No contrato de *underwriting* firme, as instituições subscrevem integralmente as ações e pagam à empresa emissora o valor total e, posteriormente, venderão tais ações ao público. A empresa não corre risco, uma vez que é o próprio intermediário quem adquire as ações, assumindo este o risco da aceitação, ou não, das ações pelo mercado. No contrato residual ou standby, é feito um esforço inicial de venda das ações no mercado, por determinado tempo. Após este prazo, as ações que não foram vendidas são adquiridas pelo *underwriter*. Aqui, também, a empresa tem a garantia da colocação das ações no mercado, sem riscos. No contrato de melhores esforços (*best-efforts*) o risco é totalmente da empresa emissora, sendo que os intermediários se comprometem tão-somente a colocar as ações no mercado. Os intermediários assumem o compromisso de efetuarem seus melhores esforços na venda das ações junto ao público.

A fixação do preço da ação é uma das etapas fundamentais na emissão da ação, tendo em vista que irá influir diretamente no sucesso, ou não, da emissão das ações. O preço deve ser satisfatório à empresa, deve diluir os riscos do *underwriter*, e dar retorno ao investidor. Por meio do marketing, deve ser levado ao conhecimento do público-alvo a imagem da empresa, por meio de prospectos, material publicitário, entre outros, possibilitando que tenham uma visão acerca dos resultados futuros da empresa (MANOS, 2006).

Enquanto que no mercado secundário ocorrem as vendas e compras das ações adquiridas no mercado primário. O investidor pretende a conversão de suas aplicações em dinheiro e, assim, coloca suas ações para serem negociadas. Aqui ocorrem as trocas de ações entre investidores, sem a participação das empresas. As opções de compra e venda são intermediadas pelas corretoras. Portanto, a função primordial do mercado secundário é dar liquidez às ações das empresas que captaram recursos através do mercado primário.

O mercado secundário de ações é onde se transferem títulos entre investidores e/ou instituições. Portanto, isso se torna uma condição para a existência do mercado primário, em que as empresas podem efetivamente obter recursos financeiros. O fato fundamental na decisão do investidor quando compra ações de novos lançamentos é a possibilidade de que, mais tarde, ao necessitar do total ou parte do capital investido, possa desfazer-se delas e reaver o seu dinheiro com lucros.

Assim, pode-se concluir que a função do “mercado secundário”, onde atuam as bolsas de valores, é dar liquidez ao investidor possibilitando que, no momento que realizar uma operação de venda, exista o comprador e vice-versa o que viabilizará o crescimento do ‘mercado primário’, e a conseqüente capitalização das empresas via mercado de ações.

Estes fatores de crescimentos do mercado acionário não são tão evidentes no Brasil quando comparado ao modelo de um sistema financeiro saudável. Isto em detrimento da sua incompetência estrutural para alcançar melhores níveis de sua atividade econômica como: a polarização dos interesses desses agentes, baixo nível de integrantes nesse mercado e com baixa eficiência de alocação; à virtude exportadora de commodities e fomentadora de crédito às famílias. Essas que possuem baixo nível de especialização, em sua maior parte, e necessitam de recursos via crédito para suprir sua cesta básica de consumo e preferem não entrar no mercado acionário devido ao desconhecimento e falta de recursos. Aos altos níveis de risco, ilustrado nas altas taxas de juros que assombram o país e, conseqüentemente, à inflação sobre os produtos e serviços, acarretando na perda do poder de compra de todos os agentes do mercado, principalmente, no endividamento das famílias.

No próximo capítulo veremos como se constituiu o mercado de capitais no Brasil e como decorrem esses impasses estruturais em comparação ao desenvolvimento econômico realizado.

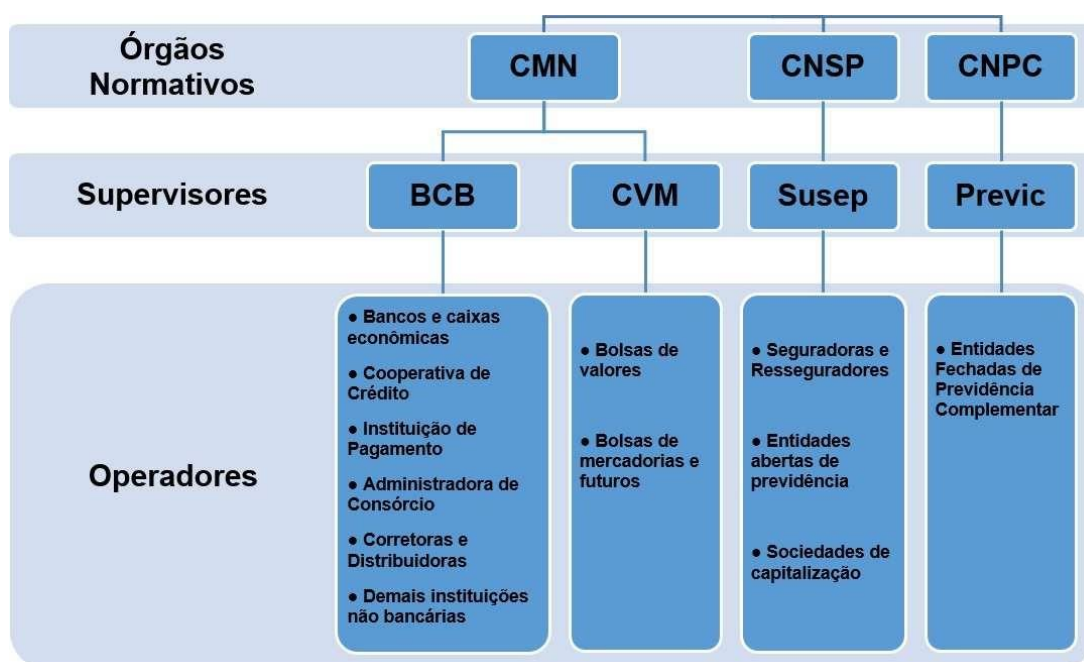
3. Mercado acionário e seu papel para o crescimento econômico brasileiro

3.1 Estrutura do Sistema Financeiro Nacional (SFN)

Em conformidade com a definição do BACEN (2019), o Sistema Financeiro Nacional (SFN) é estruturado por Órgãos Normativos, Entidades Supervisoras e Operadores, que são agrupados em três ramos de acordo com questões Monetárias (Moeda, crédito, capitais e câmbio), de previdência (Previdência fechada) e de seguros (Seguros privados).

Deste modo, para fiscalizar e normatizar o mercado financeiro existem diversos órgãos. (CMN (Conselho Monetário Nacional), BACEN (Banco Central do Brasil) e CVM (Comissão de Valores Mobiliários). O CMN é o órgão que normatiza todas as políticas a serem adotadas no mercado, já o BACEN é o órgão executor, esse põe em prática as políticas e tem como principal função fiscalizar as instituições financeiras e intervir quando necessário. A CVM, é o órgão responsável para normatizar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, aonde são negociados diversos papéis emitidos pelas empresas (Ações, debêntures, Commercial papers e outros). A Figura 1 apresenta a composição e os segmentos do SFN.

Figura 1: Composição e segmentos do SFN



FONTE: BACEN (2019)

Atualmente conta-se com quatro entidades supervisoras no Sistema Financeiro Nacional, são elas: o Banco Central do Brasil (BACEN), a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a Superintendência de Seguros Privados (Susep), a Superintendência de Previdência Complementar (Previc). Por fim, os Órgãos Operadores, de acordo com o relato de Manos (2006) os Operadores são compostos por instituições que fazem a intermediação financeira entre os agentes superavitários e agentes deficitários do Sistema Financeiro Nacional.

Os órgãos normativos, na definição do BACEN (2019), determinam regras gerais para o bom funcionamento do Sistema Financeiro Nacional. No entender de Rodrigues e Souza (2018), o Conselho Monetário Nacional (CMN) é um órgão extremamente normativo, criado em 1964, que não desempenha nenhuma atividade executiva e processa todo o controle do Sistema Financeiro, influenciando as ações dos órgãos normativos. De forma resumida, assume as funções de legislativo das instituições financeiras públicas e privadas. É o responsável por fixar as diretrizes da política monetária, creditícia e cambial do país.

A (CMN) é responsável por formular a política da moeda e do crédito, objetivando a estabilidade da moeda e o desenvolvimento econômico e social do país.

Nas palavras de Rodrigues e Souza (2018), o CMN é o órgão máximo do Sistema Financeiro Nacional, com função exclusivamente deliberativa, sua missão normativa básica é a de definir as diretrizes do SFN e formular toda a política de moeda e crédito da economia, buscando atender a seus interesses econômicos e sociais.

Sendo assim, o Comissão é o órgão máximo do sistema financeiro do brasileiro, com a finalidade de elaborar a política monetária e do crédito, visando a estabilidade da moeda e o desenvolvimento econômico e social do país. Atualmente o Conselho é composto pelo Ministro da Fazenda (Presidente), o Ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão e o Presidente do Banco Central do Brasil. Dentre algumas de suas funções cabe citar: zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras, propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros e orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras (BACEN, 2019).

Conforme discorre o BANCO CENTRAL DO BRASIL (2016), as entidades supervisoras trabalham para que os cidadãos e os integrantes do sistema financeiro sigam as regras definidas pelos órgãos normativos. Rodrigues e Souza (2009) explicam que poucos setores da atividade econômica brasileira são supervisionados tão de perto pelo Poder Público como ocorre com o Sistema Financeiro Nacional. Sendo assim, as Entidades Supervisoras são

órgãos do governo que asseguram a realização e fazem cumprir as decisões dos órgãos normativos.

Aos fundamentos da Comissão de Valores Mobiliários não cabe ao presente trabalho prover críticas ao seu papel no Sistema financeiro Nacional, no sentido de qualificar ou desqualificar as funções como Entidade Supervisora, porém será destacado setores, agentes e empresas beneficiadas pelo ganho de capital provento do mercado de ações que a ela cabe fiscalizar e até onde o mercado de contribuiu de maneira eficiente para o desenvolvimento econômico do Brasil.

3.2 Mercado acionário brasileiro

Neste subitem será apresentada, detalhadamente, a estrutura do mercado de capitais brasileiro, principalmente o mercado acionário, bem como as características e críticas pertinentes aos seus agente que o integram e aos que atribuem grande parte do lucro.

O mercado de capitais brasileiro apresentou um significativo crescimento e desenvolvimento desde o início deste século, porém, muito distante das características apresentadas em países desenvolvidos. Apesar de anos recente ter apresentado alguns indícios de contenção e recessão, pode-se relatar um mercado bem diferente do período dos anos 1990 ou anterior, no qual, buscava aperfeiçoamento de suas aparelhagens políticas e financeiras para alcançar um nível ótimo de rendimentos, assim como, a inserção de investidores, consequentemente, maior volume financeiro negociado.

De 1996 a 2001, o mercado acionário passava por uma crise, com o número de empresas listada em bolsa e o volume de negociações em queda, ano após ano, além do fechamento de capital por várias empresas. A mudança ocorreu, principalmente, a partir de 2002, com pressões dos investidores estrangeiros e institucionais e por meio de medidas como mudanças na legislação e implementação do Plano Diretor do Mercado de Capitais, que buscava a isonomia competitiva e condições de eficiência para o mercado (ROCHA, 2013).

Há também uma significativa melhora no quadro econômico com os resultados obtidos, principalmente, no “tripé econômico” (superávit primário, metas de inflação e câmbio flutuante), com estabilização da inflação e melhora no perfil de endividamento público. Alguns resultados dessas transformações podem ser vistos em um período posterior como o ano de 2007, relatado na Tabela 1.

Tabela 1 – Indicadores do mercado acionário brasileiro

Indicador	2002	2007
Capitalização de mercado (R\$ bilhões)	438	2.478
Volume diário de operações (R\$ bilhões)	600	4900
IPOs – número	1	64
Ibovespa (pontos – mil)	11,3	63,9
Companhias no nível mais alto de governança	2	92
Clubes de investimento	250	2.147

Fonte: Pinheiro 2014

Em 2008, o Plano Diretor do Mercado de Capitais foi revisado e atualizado, observando o desempenho do mercado de capitais brasileiro no período de 2002 a 2008, frente a conjuntura nacional e internacional, a fim de tirar lições para formulação de novas medidas para manter o contínuo desenvolvimento do mercado (TOLEDO FILHO, 2020).

O mercado de capitais brasileiro subdivide-se basicamente em mercado de renda fixa e mercado de renda variável. O primeiro é composto por títulos de dívidas e o segundo movimentados ativos de patrimônio líquido. Historicamente, o mercado de renda fixa recebeu maiores quantidades de recursos, principalmente por oferecer menor risco diante das frágeis condições econômicas do país.

É importante ressaltar que, apesar de no Capítulo 1 ter sido indicado que o tomador de recursos é o investidor e que quem empresta é o poupador, neste capítulo e em outras partes deste trabalho, os poupadores são frequentemente chamados de investidores e assim também o são na prática, pois estes escolhem exatamente onde e como querem aplicar seus recursos, não sendo assim um ato estrito de poupança, por se tornarem sócios da empresa.

Outra ressalva a ser feita é sobre a intermediação financeira, isto porque tomando-se como base as teorias da intermediação financeira, o sistema bancário sempre foi o principal intermediário financeiro, e o mercado de capitais era considerado o local da desintermediação, ou trocas diretas entre tomadores e poupadores. No entanto, as corretoras, por exemplo, são consideradas intermediárias financeiras, devido ao complexo papel que desempenham, incluindo as funções dos tradicionais intermediadores financeiros e na orientação dos investidores (poupadores).

Em um Mercado Acionário convenientemente estruturado, administrado e protegido resulta no desenvolvimento econômico do país nele estabelecido, também, na função de tornar

dinâmica as transferências e atividades referentes à poupança e às amplas possibilidades e oportunidades de investimento. De inegável importância dentro deste contexto é a questão da transparência, uma vez que todas as informações relevantes que possam influir no ânimo do investidor, possibilitando que os ofertadores e demandadores estejam mais bem informados, devem ser imediatamente comunicadas.

A captação de recursos no mercado de ações é muito menos onerosa, sob todos os aspectos, e permite a diluição dos riscos da empresa que os partilha com o mercado investidor, sem onerar o preço final do produto ou serviço, o que contribui para o aumento de sua competitividade, fator de suma importância na economia globalizada (FORTUNA, 2009, p. 54).

No mercado financeiro ocorre a distribuição de recursos entre agente a fim de comprar ou vender posições objetivando lucro, seja ele, em um dos dois processos. Os agentes superavitários, que possuem recursos disponíveis, transferem esses para os deficitários, os que necessitam. Assim, o mercado acionário (representado em sua maior parte pela renda variável e o câmbio flutuante alterando o preço das ações segundo a segundo), e apresenta grande impacto no desenvolvimento do mercado de capitais e busca ofertar oportunidades de crescimento tanto para empresas e investidores quanto para o próprio país, uma vez que compra as ações, você terá o direito de ser detedor de parte dessa empresa.

A grande crítica está consolidação de empresas que visam a maximização de lucro e, todavia, não contribuem para a solvência do mercado uma vez que controlam grande parte dos volumes negociados a fins de melhorarem seu balanço comercial a qualquer custo, seja ele, por corte de funcionários e até mesmo no aumento do preço final do produto. Para exemplificar, o setor agropecuário responsável pela comercialização de commodities se beneficiam se mais ainda com a exportação de produtos nas altas do câmbio, desencadeando em conflito de interesses macroeconômicos. Também, este setor vem substituindo a mão de obra por máquinas que enfraquece o número de pessoas economicamente ativa.

A mesma crítica será implicada aos bancos comerciais e de investimento, na qual, tais instituições fomentam linhas de crédito e fomentam o lucro via juros de empréstimos e não apresentam, de forma clara, todos investimentos disponíveis e desencadeam conflito de interesses na relação alocação e taxa recebida ao alocar tais investidores. Assim, a introdução e consolidação de empresas com esta promoveu um desenvolvimento econômico até certo ponto em que veremos a seguir. No mercado de ações tais empresas possuem altos volumes financeiros e destacam a estrutura do mercado de ações como um país emergente e suas

defasagens (grande mercado consumidor, exportador de produtos primários, grande parte da população com renda média muito inferior a pequena parcela dos grande detendores de capital).

3.3 Impeditivos do Crescimento Econômico via Mercado Acionário

Nesse contexto, o Mercado de Capitais brasileiro apresenta defasagens na estruturação e organização, pois o país sofre com constantes embates políticos, sociais e financeiros que agravam à estabilidade e o desenvolvimento econômico. Internamente, verificamos o lateralização da atividade econômica devido aos problemas internos como: a pulverização política e seus impasses a cerca de consenso em medidas públicas, a estabilização da economia frente a alta dos juros no mundo e ao aumento da taxa de juros reais. Em conjunto, tais fatores têm ligação direta com a introdução tardia do Mercado de Capitais brasileiro frente aos países desenvolvidos e, também, devido ao baixo número de investidores no mercado de ações. A diminuição da carga tributária, que poderá ocorrer por meio de uma reforma que trará maior equilíbrio na distribuição dessa carga, é fundamental para o crescimento econômico.

O cenário ideal aconteceria se os princípios e práticas que procurassem garantir a manutenção das empresas no longo prazo, como a democratização do mercado, melhores práticas de governança corporativa e ética, com maior transparência na divulgação das informações, visando assim também, melhores relações com os investidores.

Com o Mercado de Capitais brasileiro em lenta expansão, principalmente em função da crise econômica instaurada desde meados de 2016 com o impeachment de Dilma Rousseff por conta de pedaladas fiscais, levou ao agravamento das contas internas, desconfiança do mercado interno e externo. Assim como, o conseqüente Golpe de Estado assumido pelo ex-presidente Michael Temer em uma entrevista ao programa Roda Viva - TV Cultura. Depois deste período, aconteceram inúmeras greves por conta do aumento de preços e instisfações sindicais, que procuram mais oportunidades de emprego, melhores condições detrabalho e aumento salariais. O aumento da taxa percentual de desocupados no Brasil foi de 7,9% para 14,7% da população entre os anos de 2015 e 2021, segundo o PNAD Continua/IBGE.

Apesar de avanços, o mercado acionário brasileiro ainda é defasado e não tem muita atratividade como destino de investimentos por parte das pessoas físicas brasileiras que, de acordo com analistas do mercado, têm pouco conhecimento sobre as vantagens e meios de se aplicar na renda variável, preferindo menor risco e menor retorno.

Também, existe uma dependência enorme de investimento estrangeiro na bolsa brasileira para que as engrenagens do mercado acionário se aperfeiçoe e se torne uma

ferramenta que evidentemente colabore para o desenvolvimento econômico brasileiro, ao contrário do que é apresentado nos dias atuais, com inúmeros impasses e dependências externas causadas por uma estrutura que está enraizada.

No Gráfico 1 é possível identificar o volume negociado por tipo de investidor, transacionado no mercado de capitais brasileiro nos últimos anos.

Gráfico 1: Porcentagem do Volume de negociações por Segmento de investidor (%)

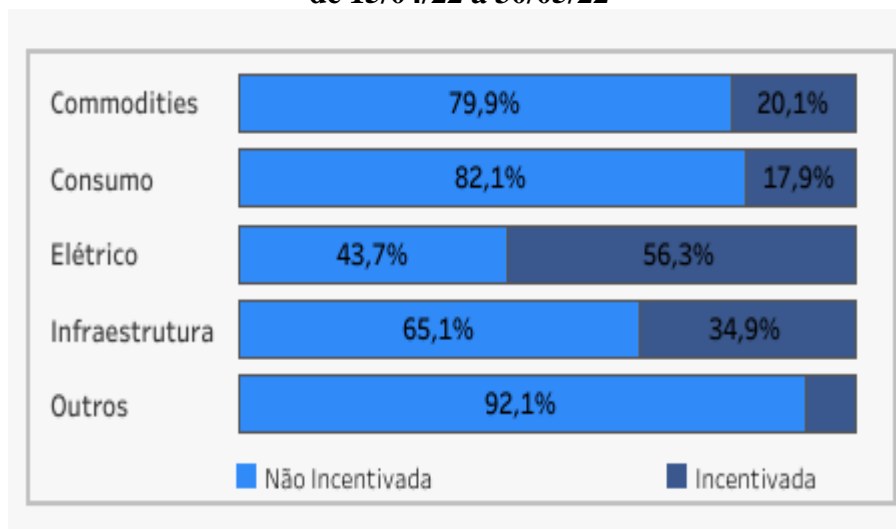


Fonte: BTG Pactual (2021)

O gráfico ressalta o volume de negociações na bolsa e a dependência do capital estrangeiro para que desenvolvimento econômico perpetue.

Quando analisamos os setores das empresas aptas à captação recursos no mercado financeiro via emissão de dívidas (Debênture), verifica-se uma lógica da estrutura econômica brasileira, na qual, suas raízes de atividade econômica continuarem as mesmas, ou seja, voltada ao setor primário.

Gráfico 2: Volume Negociado Diário de Debêntures (média dos últimos 45 dias) de 15/04/22 a 30/05/22



Fonte: B3 datawise (2022), extraído de https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/datawise/dashboard-publico/debentures.html

A maior parte da emissão de debêntures são direcionadas aos setores de commodities, saneamento básico, transporte e logística, energia elétrica, empreendimentos e construções, assistência médica, das quais mais de metade dos recursos são destinados para o capital de giro e, posteriormente, ao investimento em infraestrutura. Dados que ressaltam a estrutura produtiva voltada à indústria primária, sem maiores captações voltadas aos setores secundário (indústria) e terciário (atividades comerciais). Esses dois últimos setores com menos captação, quando fomentados, são sinônimos de aquecimento da atividade econômica no país e desenvolvimento. Quando observamos os países desenvolvidos, os três setores caminham em conjunto, a fins de potencializar a atividade econômica como um todo e alavancar o Produto Interno Bruto do país.

Outra crítica pode ser ressaltada pela falta de diversificação do portfólio macroeconômico, no sentido em que o maior volume de negociação de ações está ligada as commodities e grandes bancos, nos quais esses aumentaram significativamente seus lucros a partir da pandemia mundial (favorecendo o endividamento das famílias e necessidade de crédito. Sendo o lucros dos maiores bancos em 2021 o maior desde 2006.

Gráfico 3: Lucro dos Maiores Bancos Comerciais

Lucro

Bancos bateram recorde em 2021
EM MILHÕES DE REAIS

	Bradesco	Banco do Brasil	Itaú	Santander	Consolidado nominal
2019	22.583	18.162	26.583	14.181	81.508
2020	16.547	12.697	18.909	13.469	61.622
2021	21.946	19.710	24.988	14.988	81.632

Fonte: economatica.com • Criado com Datawrapper

Fonte: <https://investidor.estadao.com.br/mercado/bancos-brasileiros-lucro-recorde-2021/>

Outro ponto que caracteriza um desenvolvimento econômico refere-se à inovação tecnológica, principalmente por parte das empresas estrangeiras, que possuem maiores incentivos às pesquisas em inovação e novas ferramentas destinadas aos três setores econômicos. Porém o Brasil ainda é muito dependente do setor primário para se desenvolver (VALE, PETROBRÁS, ELETROBRÁS, MARFRIG, KLABIN, CSU, GERDAU, BRF, JBS, AMBEV, COSAN, COPEL, CEMIG e outras). E ao contrário da lógica, toda essa inovação tecnológica é ilustrada nas aparelhagens bancárias a fins de fomentar o crédito (ITAÚ, SANTANDER, NUBANK, BRADESCO, BANCO DO BRASIL e etc), até mesmo viabilizadores de crédito como a CIELO. A captação dos bancos impulsiona o fomento de linhas de crédito a novos tomadores, longe de dicionar os recursos para o desenvolvimento local, inovação tecnológica ou até mesmo parcerias com comércios e indústrias, a fins de potencializar o aquecimento da atividade econômica¹.

Há também alguns “mitos” sobre esse mercado, como por exemplo, ser “lugar para os mais afortunados” e “precisar ser expert para investir”. Hoje, não há nem 4,2 milhões de CPFs cadastrados na BM&FBovespa, cerca 1,2% da população brasileira, sendo que uma considerável parte destes é inoperante; enquanto que nos EUA, por exemplo, a porcentagem da

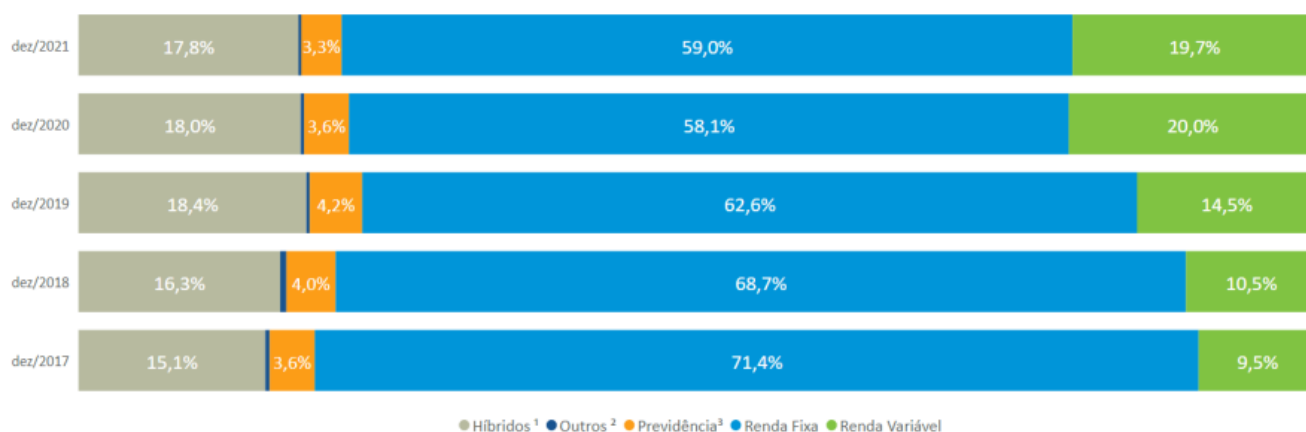
¹ Todas as empresas citadas têm volume significativo nas B3, segundo https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/valor-de-mercado-das-empresas-listadas/bolsa-de-valores-mensal/

população com recursos aplicados em bolsa chega a mais de 55%. E não é verdade que mais da metade dos americanos seja rico ou expert em bolsa (EMPIRICUS RESEARCH, 2014).

De 2016 até o início de 2021, a taxa de juros foi diminuindo e, gradativamente, o Brasil aumentou o número de pessoas físicas investindo na Bolsa, mas ainda é um número muito baixo em proporção ao total da população brasileira, ou até mesmo entre países que possuem um mercado acionário estruturado e eficiente: EUA, Japão e Europa, na qual, está relação fica acima dos 30% em relação a população total. Os sistema de beneficiamento social na pandemia contribuiu para a inserção de pessoas físicas ao sistema bancário, mas ainda está longe do ideal.

Esses investidores ainda tendem a alocar em ativos de renda fixa pelo melhor relação risco/retorno colaborado por taxas de juros crescentes de 2016 até início de 2021, tendo em vista, uma maior necessidade de segurança em momentos de estagflação (aumento da inflação mundial) impactada pela economia norte-americana e recessação econômica mundial, recentemente, agravada, pela guerra entre Rússia e Ucrânia, o que diminuiu a oferta de produtos primários, impulsionando o aumento da inflação no mundo e aumento no preço dos produtos. Consequentemente, todos esses fatores desafocem o crescimento econômico e aumenta o risco do país, resultando em menos aplicações em mercados de risco dado a incerteza política ao redor do mundo.

Gráfico 4: VOLUME FINANCEIRO NEGOCIADO POR TIPO DE ATIVO TODOS OS SEGMENTOS - DISTRIBUIÇÃO (%) DO VOLUME FINANCEIRO



Fonte: Anbima (2021)

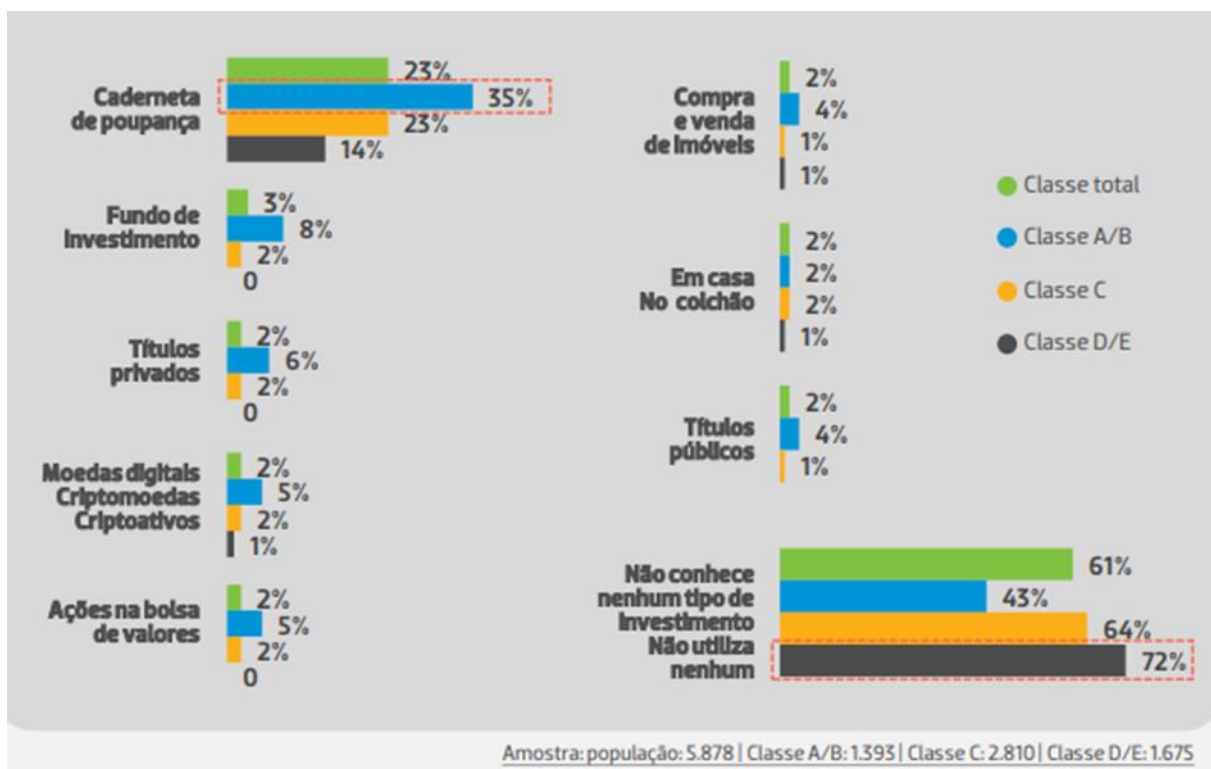
Com as recentes altas da Selic, os investidores passaram a alocar seus recursos em renda fixa, o que ilustra o impasse econômico (recessão e aumento da inflação) e políticos, seja ela, no mercado interno e no mercado externo.

Não pode ser ignorada, também, a persistência de antigos problemas como o descaso com acionistas minoritários, remunerações excessivas de executivos de empresas, utilização de informações privilegiadas, falta de transparência, inclusive por parte do Governo em relação às empresas estatais de capital aberto, que aos olhos do mercado tem interferido demasiadamente nas decisões dessas empresas. O cenário econômico atual tem sido desanimador, apresentando dificuldades para atrair investimentos, com inflação pressionando o teto da meta, juros altíssimos e deterioração das contas públicas.

Outro ponto está no conflito de interesses entre os agentes que compõem o mercado financeiro (gerentes, gestores e assessores). Os participantes podem passar por outras frustrações, pois as alocações podem ser influenciadas por esses agentes que, nos quais, possuem interesse na remuneração sobre determinados ativos apresentados aos clientes, o que pode influenciar na decisão mais rentável ao cliente.

Segundo o Raio X do Investidor Brasileiro de 2021 (Anbima), conteúdo que exprime a realidade do mercado financeiro frente aos problemas estruturais do país, a maioria dos investidores brasileiros priorizam a segurança nas aplicações, cerca de 35% dos entrevistados, e fatores relatados no último parágrafo afastam-os das aplicações com maior risco/retorno, ou seja, o mercado de ações ou renda variável como um todo.

Neste relatório, também, podemos extrair diversas afirmações sobre a realidade do mercado brasileiro, pois, na pandemia, a renda dos brasileiros diminuiu, principalmente, da classe D/E, sendo eles, quem compõe 28% dos entrevistados. Infelizmente, o relatório diz que nenhum dos entrevistados desta classe possui investimentos em ações na Bolsa de Valores. O grande fator de introdução às aplicações está fortemente correlacionado com o nível de escolaridade e conhecimento em que as classes possuem. As classes A/B correspondem a 25% dos entrevistados, dentre eles, apenas 8% pararam de estudar ao completar o ensino fundamental e correspondem a 5% dos investidores na Bolsa, dentre todos os produtos disponíveis para aplicação. Já a Classe D/E nem sequer aparecem na estatística de aplicadores na Bolsa de Valores.



Ultimamente, com o cenário de inflação alta, a caderneta de poupança não trouxe lucros reais nos rendimentos é indexada pela Selic, em maior parte. Logo a pesquisa nos diz que esse tipo de aplicação é o mais utilizado. Quando asseguramos que o brasileiro prefere a segurança nas suas aplicações, dado o cenário de incerteza, ele poderia ter aplicado em títulos de renda fixa, indexados pelo IPCA e garantidos pelo FGC (Fundo Garantidor de Crédito), assegurando até 250 mil reais caso o banco entre em falência e não consiga arcar com o compromisso. Assim, evidenciamos que a falta de conhecimento e incentivos práticos sobre o mercado é enorme e poderia ser disseminada de uma forma mais igualitária. Vale destacar que a clara falta de inserção das mulheres no mercado financeiro que, segundo o relatório, $\frac{3}{4}$ das entrevistas não fazem aplicações financeiras.

Outra conclusão que vemos neste estudo é que a primeira opção do investidor para salvar a saúde financeira é retirar o dinheiro das aplicações, e o Brasil, sinônimo de crises cíclicas e estruturais, tem seu potencial de crescimento econômico diretamente afetado pelos fatores apresentados e por fatores que ainda serão relatados. Ou seja, esses impasses travam o desenvolvimento do país, do mercado financeiro e, conseqüentemente, do mercado acionário.

Pelo contrário, modelo de especulação financeira, segregador de renda e com informações complexas para serem compreendidas pelos investidores é estudada no texto “O Debate Sobre a Financeirização da Economia e Implicações Políticas”, Ladislau Dowbor

(2014), no qual, o autor explicita a crítica ao sistema especulativo apresentado no mercado financeiro mundial. Sendo que “Em outro nível, houve a partir da crise de 2008 um reforço radical, ainda que muito insuficiente, dos dados empíricos. Um marco importante é a pesquisa sobre a rede global de controle corporativo, do Instituto Federal Suíço de Pesquisa Tecnológica, que mostrou que no universo corporativo mundial uma rede de 737 grupos controla 80% do mundo corporativo, dos quais um núcleo mais restrito de 137 grupos controla 40%, sendo que 75% deles são grupos financeiros. Ou seja, o mundo corporativo mundial é hoje controlado por gente que se conhece, que se encontra no campo de golfe. Tal nível de concentração dispensa qualquer teoria conspiratória. Pode-se qualificar o sistema de várias formas, mas não é mais um mecanismo de mercado.” Ele ressalta a falta de mecanismos (rede colaborativa) fomenta a disseminação do conhecimento sobre o funcionamento deste mercado tão complexo de ser compreendido, tornando o mercado uma bolha especulativa com acesso restrito.

A grande crítica aos bancos já mencionada, na qual, fomentam a linha de crédito com juros altos e financiada pela cardeneta de poupança é confrontada pelo autor com um exemplo bancário alemão. No país, bancos comunitários são utilizados para fomentar o microcrédito local e, na qual, 60% da cardeneta de poupança é direcionada à investimentos locais diretos e não ao mercado especulativo, assim, incentivando o aquecimento do mercado local.

Ou seja, existem controvérsias sobre a superação do sistema colonial de produção, pois com o passar dos anos o Brasil ainda depende de empresas voltadas à produção e exportação de matérias-primas para sobreviver e ser atrativo aos investidores domésticos e estrangeiros. Assim como, bancos que fomentam o crédito às famílias e inflam o mercado especulativo, a fins de aumentarem seus lucros sem precedentes. Também, existem inúmeros impasses internos no Brasil (político e socio-econômico) já ressaltados e que implicam na estagnação da economia interna, tornando o desenvolvimento econômico distante do ideal quando comparamos com condições sociais em países desenvolvidos e, conseqüentemente, um mercado financeiro restrito à parte da população, e mais incisivamente, um mercado de ações inóspito, com estrutura arcaica que priorizam determinados setores e agentes econômicos.

Considerações Finais

O debate sobre como utilizar o capital é amplamente difundido entre consumo, aplicação financeira e investimento em geral (imobiliário, comercial e etc), entre essas opções, a situação econômica do país ilustra como é dado o comportamento socio-econômico de seus agentes.

Quando analisamos essa dinâmica no Brasil, o incentivo ao consumo tem grande destaque no aquecimento da atividade econômica e grande parte das famílias não realizam aplicações por falta de conhecimento e restrição orçamentária. Observar o passado histórico da estrutura socio-econômica do nosso país nos mostra que temos um grande déficit na estrutura educacional, seja ele, na falta de investimento do governo em qualificar a rede básica de ensino, assim, dificultando a inserção desses indivíduos em novas possibilidades de utilização do seu capital e ao acesso restrito ao mercado financeiro, principalmente, no mercado acionário. A peculiaridade desse mercado está no alto volume de aplicações financeiras com grande parte dela advinda do mercado externo, todavia, um baixo volume de investidores domésticos nessa estrutura. Assim, ainda somos muito dependentes dos impactos e expectativas do mercado mundial, condicionando um grupo seleto de pessoas a desfrutarem desse mercado de forma eficiente.

O retrospecto histórico do país nos indica uma segregação inviesada entre classes sociais e interesses políticos-financeiros. Em um país com altos índices de corrupção e articulações políticas visando o fomento de determinadas estruturas oligárquicas, monopólios e grupos privados, o mercado acionário fica restrito aos interesses das altas classes. Esses grupos detêm um alto poder aquisitivo e por séculos, ditam os moldes e próximos passos da estrutura social e econômica. No mercado acionário não seria diferente, até porque, eles são proprietários das empresas nelas listadas.

A reformulação da estrutura tributária deveria ser condicionada ao capital que os indivíduos possuem, assim taxando o capital de forma proporcional aos seus ganhos. A longo prazo isso tenderia a um equilíbrio de poder de compra entre os agentes internos. No sentido macroeconômico deve-se investir em educação básica nas escolas para que, primeiro, as classes deprovidas de conhecimento possam melhorar sua saúde financeira e depois, tenham ferramentas técnicas para serem inseridas no mercado acionário e aumentar o número de investidores internos, assim, fortaleceria as empresas e a atividade econômica fomentada de forma eficiente.

Referências bibliográficas

- ABREU, Edgar. **Apostila Certificação em Investimento**. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2016.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. São Paulo: Atlas, 2001.
- BACEN – **Banco Central do Brasil**. 2019. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/>. Acesso em: 10 out. de 2021.
- BAKAERT, G.; HARVEY, C. R. **Capital Markets: An Engine for economic Growth**. NBER. Cambridge. 1997.
- BELLUZO, Luiz Gonzaga. **Depois da Queda: A economia brasileira da dívida aos impasses do Real**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.
- CORDEIRO, Ricardo. **A supremacia dos mercados e a política econômica do Governo Lula**. São Paulo: UNESP, 2005.
- DUDLEY, W. C.; HUBBARD, R. G. **How Capital Markets Enhance Economic Performance and Facilitate Job Creation**. **Global Markets Institute**. Goldman Sachs. 2004.
- EMPIRICUS RESEARCH. **Mercado em 5 minutos**. Relatório, 2014.
- FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços**. 16ª. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2009.
- GONÇALVES, Robson Ribeiro; DE SOUZA, Cristóvão Pereira. **Sistema financeiro nacional**. Editora FGV, 2018.
- GROPPELLI, A. A. **Administração Financeira**. 2. Ed. São Paulo: Saraiva, 2002.
- GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 7. ed. São Paulo: HARBRA, 1997.
- LEVINE, R. **Stock Markets: a spur to economic growth**. World bank's journal finance & development. p. 39-43. 1997.
- MANOS, Maria Geovania Lima. **Sistema Financeiro e Desenvolvimento Econômico: O Papel do Microcrédito**. Aracajú: Embrapa Tabuleiros Costeiros, 2006.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional**. 2018. Disponível em: <https://portal.fazenda.sp.gov.br/>. Acesso em: 11 out. de 2021.
- PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. São Paulo: Editora Atlas, 2014.
- ROCHA, A. Mercado de Capitais Brasileiro: avanços e retrocessos. Valor Econômico. Artigo, 2013.

TOLEDO FILHO, Jorge Ribeiro. **Mercado de capitais brasileiro: uma introdução**. São Paulo: Cengage Learning, 2020.

YAZBEK, Otávio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

<https://contrafcut.com.br/noticias/o-debate-sobre-a-financeirizacao-da-economia-e-implicacoes-politicas-676c/>

Financeirização do capital (inflado), remeter à cassino Dowbor.org – blog
<https://contrafcut.com.br/noticias/o-debate-sobre-a-financeirizacao-da-economia-e-implicacoes-politicas-676c/>