1290001100
IE
TCC/UNICAMP C865m

UNICAMP – Universidade Estadual de Campinas
Instituto de Economia
Monografia II
Professora Orientadora: Maryse Farhi

UNICAMP

Monografia:

Mercado de Capitais como Instrumento para o Desenvolvimento

Aluno: Alexandre Frigieri Crestana **RA:** 992610

2003

TCC/UNICAMP
C865m
IE/1100

CEDOC/IE

Resumo:

Este estudo monográfico visa analisar as atividades de um mercado de capitais, tal como sua atuação como um instrumento de desenvolvimento econômico, seu papel nos países desenvolvidos e nos países em desenvolvimento, especialmente no Brasil.

Palavras-chaves: Mercado de Capitais, Investimento, Desenvolvimento Econômico, Brasil, Transformações Econômicas.

Abstract:

This study attempts to study the relation between the Capital Markets and his role in the Economic Development, in Developed Countries and in under development countries, specially Brazil.

Key words: Capital Markets, Investment, Development, Brazil, Economic Transformation.

Índice

1. Introdução

2. O Mercado de Capitais

2.1. Mercado Financeiro

2.2. O que entendemos por Mercado de Capitais?

2.3. Principais Agentes no Mercado de Capitais

3. O Papel do Mercado de Capitais

3.1. Funções e benefícios

3.2. Abordagem Microeconômica

4. A função do Mercado de Capitais em países em desenvolvimento

5. Os mercados de capitais nos países desenvolvidos

6. Os mercados mundiais de ações e títulos

7. Globalização e Desintermediação

8. A atuação do Mercado de Capitais no Brasil

9. Anexos

10. Bibliografia

1. Introdução

O desenvolvimento econômico sustentável depende da expansão contínua da capacidade de produção. Por sua vez, essa expansão é função de investimentos em capital e recursos humanos. O crescimento econômico se acelera quando os investimentos se direcionam para alternativas com maiores retornos econômicos e sociais. Desta maneira, os investimentos e a forma como são realizados estão na raiz do processo de desenvolvimento econômico.

Claro que o investimento não é o único fator determinante da expansão econômica, mas, sem ele, dificilmente ela ocorre, já que o crescimento provocado exclusivamente por aumento do consumo se sustenta por curtíssimo tempo. Além disso, o aumento do nível de investimento é o motor dos ganhos de produtividade, sem os quais um país - e o Brasil não foge à regra - não consegue inserir-se competitivamente no mapa global.

Outro componente primordial desse processo é a poupança, uma vez que a mesma viabiliza os investimentos. Além disso, a eficiência na utilização da poupança também é crucial, pois ela determina o custo dos investimentos. A melhor conjugação de todos esses fatores gera o círculo virtuoso do desenvolvimento econômico.

A transformação da poupança em investimentos implica a existência de um conjunto de instituições que permitam converter a decisão individual de poupar em recursos disponíveis para quem deseja investir.

A partir daí, o objetivo deste estudo será o de mostrar como o mercado de capitais (especificamente, o mercado acionário) constitui um incentivo à inovação econômica e à modernização que, por sua vez, proporcionam aumento da produtividade e crescimento econômico.

2. O Mercado de Capitais

2.1. Mercado Financeiro

Mercado Financeiro é o conjunto de instituições dedicadas a manter um fluxo de recursos entre poupadores, com excesso de fundos, e investidores, com falta de fundos. Destarte, o mercado financeiro pode ser considerado como elemento essencial no modo de produção capitalista e fator dinâmico no processo de crescimento econômico, uma vez que permite canalizar os recursos dos agentes com excedente financeiro para os agentes deficitários, adiantando renda para esses e permitindo o investimento.

Essa função básica pode ser realizada através de financiamento direto, pelo qual os tomadores pedem empréstimo de fundos diretamente aos credores, ou pelo financiamento indireto, envolvendo um intermediário financeiro entre o "emprestador-poupador" e o "tomador-gastador", ajudando na transferência de fundos de um para o outro. Essa canalização de fundos permite a uma sociedade realizar investimentos produtivos que produzirão fluxos futuros de renda suficientes para reembolsar os créditos e elevarão a produção e a demanda agregada, aumentando, desta forma, a eficiência econômica.

Responsável pela captação de recursos financeiros do país, por sua distribuição, pela circulação de valores e pela regulação deste processo está o Sistema Financeiro Nacional (SFN). O Conselho Monetário Nacional (CMN), organismo maior dentro do SFN, comandado pelo ministro da Fazenda, definirá as diretrizes de atuação desse sistema. Ligados a ele estão o Banco Central do Brasil, atuando como seu órgão executivo e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que responde pela regulamentação e fomento do mercado de valores mobiliários (de bolsa e de balcão).

2.2. O que entendemos por Mercado de Capitais?

Quando falamos de mercado de capitais usualmente queremos dizer "oferta e procura de dinheiro passível de investimento monetário e real, incluindo direitos negociáveis, tais como títulos e ações" (Mishkin). Outras definições possíveis podem estar baseadas em termos tais como poupança ou empréstimos de longo prazo. Embora não seja necessário entrar em detalhes neste ponto, nem formular definições sofisticadas de termos como capital, mercado de capitais, empréstimo de longo prazo etc., é adequado, não obstante, estabelecer uma diferença entre mercado de capitais e mercado monetário. Isto significa fazer uma distinção entre emprestar e tomar dinheiro emprestado no curto prazo através de intermediários financeiros (incluindo grandes empresas), os quais, grosso modo, constituem um mercado monetário, opondo-se a recursos financeiros tomados e emprestados numa escala de longo prazo (incluindo compra e venda de títulos), o que constitui a essência do mercado de capitais.

O **mercado de capitais** é um sistema de distribuição de valores mobiliários, com o propósito de proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização. Este é constituído pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas.

As ações, representantes do capital das empresas, são os principais títulos negociados no mercado de capitais. Debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e "*commercial papers*", que são empréstimos tomados, via mercado, por empresas também são negociados no mercado de capitais, permitindo a circulação de capital para custear o desenvolvimento econômico.

O mercado de capitais abrange, ainda, as negociações com direitos e recibos de subscrição de valores mobiliários, certificados de depósitos de ações e demais derivativos autorizados à negociação. Os principais ativos são: Ativos privados de renda variável, ativos privados de renda fixa e ativos públicos de renda fixa.

No Mercado de Capitais o crédito é concedido de maneira especial, não são necessários bancos como intermediadores, assim como não se empresta dinheiro, mas compra-se uma participação no empreendimento, onde uma característica evidente é sua

não-exigibilidade. Enquanto que nas operações de crédito, uma vez satisfeitas as condições contratuais, criam-se obrigações dos tomadores em relação aos emprestadores dos recursos, na compra de participações, criam-se condições onde a empresa deve a seus acionistas apenas aquilo que "sobrar", depois de satisfeitas as obrigações da empresas. Essa participação é impulsionada pela busca de um lucro superior ao juro do mercado.

Os principais instrumentos do Mercado de Capitais (títulos de dívida e ações com prazos maiores que um ano) são ações, commodities, derivativos, hipotecas, títulos de empresas (debêntures), bônus do Governo, títulos de órgãos do Governo, empréstimos comerciais a bancos etc. Quem adquire ações torna-se sócio da empresa (renda variável), participando do risco do empreendimento. Quem investe em debênture torna-se credor da empresa (renda fixa), não se propondo a correr riscos com as empresas. ***(Ver ANEXO I – Principais Ativos)***

Brasil - Composição das Carteiras de Valores Mobiliários

Período	Participação (%)					Valor Total US$ Bilhões
	Ações	Derivativos	Debêntures	Outros	Renda Fixa (*)	
1997 Dec	96,5	1,4	2,1	0,0	0,0	32,05
1998 Dec	94,8	4,2	1,0	0,0	0,0	17,37
1999 Dec	99,0	0,0	0,8	0,1	0,0	23,11
2000 Dez	91,9	0,1	0,9	0,1	7,0	18,5
2001 Dez	88,5	0,3	0,7	1,2	9,3	15,5
2002 Jan	87,4	0,8	0,7	1,4	9,7	14,6
Fev	89,1	2,0	0,3	0,2	8,4	16,6
Mar	90,2	0,4	0,6	0,2	8,5	16,3
Abr	89,6	1,5	0,6	0,1	8,3	16,8
Mai	89,7	1,4	0,6	0,1	8,2	15,0
Jun	87,5	2,0	0,7	0,1	9,7	12,3
Jul	83,2	4,2	0,6	0,1	11,9	9,2
Ago	85,6	3,6	0,4	0,2	10,2	10,2
Set	77,3	5,2	0,4	0,2	16,9	10,0

Out	80,0	3,1	1,0	0,2	15,7	8,9
Nov	78,8	3,0	1,1	0,2	16,9	9,1
Dez	74,7	2,4	1,2	0,2	21,5	10,4
2003 Jan	73,8		1,2	0,3	22,7	10,0
Fev	72,1	3,3	1,3	0,3	23,0	9,9
Mar	76,4	2,9	1,5	0,3	18,9	10,7
Abr	78,1	2,7	1,4	0,4	17,4	12,5
Mai	80,0	1,7	1,4	0,4	16,5	12,6
Jun	80,3	1,2	1,4	7,2	9,9	12,8
Jul	80,9	1,4	1,5	0,5	15,6	13,3
Ago	82,8	1,2	1,4	0,5	14,1	14,6

Fonte: CVM

2.3. Principais Agentes no Mercado de Capitais

2.3.1 Bolsas de Valores

As bolsas de valores são associações civis, sem fins lucrativos e com funções de interesse público. Atuando como delegadas do poder público, têm ampla autonomia em sua esfera de responsabilidade.

Além de seu papel básico de oferecer um mercado para a cotação dos títulos nelas registrados, orientar e fiscalizar os serviços prestados por seus membros, facilitar a divulgação constante de informações sobre as empresas e sobre os negócios que se realizam sob seu controle, as bolsas de valores propiciam liquidez às aplicações de curto e longo prazo, por intermédio de um mercado contínuo, representado por seus pregões diários. É por meio das bolsas de valores que se pode viabilizar um importante objetivo de capitalismo moderno: o estímulo à poupança do grande público e ao investimento em empresas em expansão, que, diante deste apoio, poderão assegurar as condições para seu desenvolvimento.

2.3.2. Mercado primário e Mercado secundário

O Mercado de ações é subdividido em dois setores distintos, ou seja, o Mercado Primário e o Mercado Secundário. No Mercado Primário, se realizam injeções diretas de poupanças do público no financiamento das empresas, sendo tais transferências de fundos representadas por ações emitidas pela empresa. Portanto, é no Mercado Primário que a empresa busca os recursos para a realização de investimentos necessários ao seu crescimento, tendo, como conseqüência, o aumento da produção nacional e ampliação da oferta de empregos no sistema econômico.

Naturalmente, o Mercado Primário representa um segmento estratégico para a economia como um todo, pois é nele que o sistema empresarial irá se alimentar de recursos para promover o crescimento de suas unidades produtivas e dar início a uma cadeia de investimentos. Em outras palavras, quanto mais amplo e ágil for este Mercado Primário, maiores serão as chances do país alcançar um rápido desenvolvimento econômico. É claro que o crescimento empresarial pode ser financiado, em grande parte, por recurso tomados por empréstimos. Mas o crescimento harmônico da empresa, sem se sujeitar a custos financeiros fixos e a prazos de vencimento, só pode ser atingido através de uma composição balanceada entre capitais de terceiros e capitais próprios.

Assim podemos concluir que o Mercado Primário de Ações se constitui num dos segmentos mais importantes do sistema econômico. Mas ele somente pode ser viabilizado, se houver, neste sistema econômico, um "ponto de liquidez" para as ações emitidas pelas empresas. Com efeito, por serem as ações títulos que não têm vencimento e por não estipularem previamente uma rentabilidade aos seus portadores, elas somente poderão existir se puderem ser livremente negociadas nas Bolsas de Valores (Mercado Secundário de Ações).

O Mercado Secundário de Ações é onde se transferem títulos entre investidores e/ou instituições. Se bem que, do ponto de vista econômico, uma transação na Bolsa, por exemplo, não signifique, aumento ou diminuição de recursos para financiamento das empresas - as empresas cujas ações são negociadas com freqüência, podem obter recursos

apreciáveis através de chamadas "capital por subscrição". Um Mercado Secundário organizado e eficiente é extremamente importante. É condição para a existência do Mercado Primário, onde as empresas podem efetivamente obter recursos financeiros. O fator fundamental na decisão do investidor quando compra ações de novos lançamentos, é a possibilidade de que, mais tarde, ao necessitar do total ou de parte do capital investido, possa se desfazer delas e reaver o seu dinheiro com lucros.

Ao realizar esta função de dar liquidez ás ações, as Bolsas de Valores concentram as previsões e os julgamentos do público investidor. A este respeito, John Maynard Keynes assim se pronuncia em sua obra "Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda":

"... a Bolsa de Valores reavalia, todos os dias, os investimentos e estas reavaliações proporcionam a oportunidade freqüente a cada indivíduo (embora isto não ocorra para a comunidade como um todo) de rever suas aplicações... Todavia, as reavaliações diárias das Bolsas de Valores, embora se destinem, principalmente, a facilitar a transferência de investimentos já realizados entre indivíduos, exercem, inevitavelmente, uma influência decisiva sobre o montante do investimento corrente. Isto porque não há nenhum sentido em se criar uma empresa nova a um custo maior quando se pode adquirir uma empresa similar existente por um preço menor, ao passo que há uma indução para se aplicarem recursos em um novo projeto que possa parecer exigir uma soma exorbitante, desde que este empreendimento possa ser liquidado na Bolsa de Valores com lucro imediato".

2.3.3 Sociedades Corretoras

As sociedades corretoras são instituições financeiras membros das bolsas de valores, devidamente credenciadas pelo Banco Central do Brasil, pela CVM e pelas próprias bolsas, e estão habilitadas a negociar valores mobiliários em pregão. As corretoras podem ser definidas como intermediárias especializadas na execução de ordens e operações por conta própria e determinadas por seus clientes, além da prestação de uma série de serviços a investidores e empresas, tais como:

- diretrizes para seleção de investimentos;

- intermediação de operações de câmbio;
- assessoria a empresas na abertura de capital, emissão de debêntures e debêntures conversíveis em ações, renovação do registro de capital etc.

As sociedades corretoras contribuem para um fundo de garantia, mantido pelas bolsas de valores, com o propósito de assegurar a seus clientes eventual reposição de títulos e valores negociados em pregão, e atender a outros casos previstos pela legislação.

As sociedades corretoras são fiscalizadas pelas bolsas de valores, representando a certeza de uma boa orientação e da melhor execução dos negócios de seus investidores.

2.3.4. Comissão de Valores Mobiliários

A Comissão de Valores Mobiliários - CVM é uma autarquia especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com a responsabilidade de disciplinar, fiscalizar e promover o mercado de valores mobiliários.

Criada pela Lei 6.385, de 07/12/76, a CVM exerce atividade de fiscalização e normatização do mercado de valores mobiliários, de modo a assegurar o exercício de práticas eqüitativas e coibir qualquer tipo de irregularidade.

Ao mesmo tempo, desenvolve estudos e pesquisas, dos quais obtém elementos necessários à definição de políticas e iniciativas capazes de promover o desenvolvimento do mercado. No exercício de suas atribuições, a Comissão de Valores Mobiliários poderá examinar registros contábeis, livros e documentos de pessoas e/ou empresas sujeitas à sua fiscalização, intimá-las a prestar declarações ou esclarecimentos, sob pena de multa; requisitar informações de órgãos públicos, outras autarquias e empresas públicas; determinar às companhias abertas a republicação de demonstrações financeiras e dados diversos; apurar infração mediante inquéritos administrativos e aplicar penalidade.

Brasil - Valor de Mercado das ações negociadas em Bolsa e Produto Interno Bruto

US$ Bilhões

Ano	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
PIB(1)	405,7	387,3	429,7	543,1	705,4	775,5	807,8	787,9	536,6	602,2	510,4	451,0
Taxa real de cresc.do PIB (1)	1,0%	-0,5%	4,9%	5,9%	4,2%	2,7%	3,3%	0,1%	0,8%	4,4%	1,4%	1,5%
Taxa real de cresc.do PIB per capita (1)/	-0,5%	-2,1%	3,4%	4,3%	2,8%	1,2%	1,9%	-1,2%	-0,5%	3,0%	0,1%	0,2%
Valor de Mercado(VM) das Cias Abertas (2)	43,62	45,26	99,43	189,06	147,57	216,93	255,41	160,89	228,54	225,53	185,44	124,04
VM / PIB	10,8%	11,69%	23,1%	34,8%	20,9%	28,0%	31,6%	20,4%	42,6%	37,5%	36,3%	27,5%

	Ano	Bovespa Companhias Listadas	Valor de Mercado Total US$ Milhões	% PIB
	1994	544	189.058,18	34,8
	1995	543	147.567,57	20,9
	1996	550	216.927,18	28,0
	1997	536	255.409,31	31,6
	1998	527	160.886,69	20,4
	1999	478	228.535,77	42,6
	2000	459	225.527,92	37,5
	2001	428	185.443,19	36,3
	2002	399	124.042,03	27,5
	2003 (Ago/Aug)	380	172.693,47	38,3

Source: (1)BACEN/(2)BOVESPA

3. O Papel do Mercado de Capitais

3.1. Funções e benefícios

De um modo geral, os mercados de capitais servem para formação de capital. Todavia, este fato não indica que através deste mercado será criado um capital adicional, embora isto pudesse constituir o resultado do desempenho do mercado. Não obstante, como pode um mercado contribuir para formação de capital se o capital negociado nesse mercado

se acha disponível? Isso pode ser alcançado através da transformação de serviços específicos do mercado em diferentes aspectos e formas. De fato, o mercado de capitais pode ser explicado com base nos seguintes tipos de atividades de transformação:

a) A primeira das transformações é a conversão de ativos líquidos em investimentos fixos. Em geral, o poupador poderia desejar aplicar o seu dinheiro por um certo período – digamos seis meses ou cinco anos – mas ele não estaria propenso a investir seu dinheiro em investimentos fixos e sem liquidez, como por exemplo investimento direto em uma fábrica. Um mercado de capitais bem organizado permite exatamente este tipo de intercâmbio de oportunidades de investimento, até agora incompatível.

b) Poderíamos chamar o segundo tipo de transformação de prazos. Um mercado de capitais é planejado para transformar empréstimos concedidos relativamente a curto prazo em empréstimos tomados possivelmente a longo prazo. Isto se torna possível, por exemplo, vendendo-se Letras negociáveis , ou qualquer outro tipo de título, ao emprestador, que, por sua vez, pode vender diariamente seus direitos a outro investidor. O emprestador original pode resolver liquidar seu investimento quando assim o desejar, enquanto o tomador recebe recursos de longo prazo aplicáveis em investimento de longo prazo por um período de tempo definido e sob acordos fixados de retorno e reembolso.

c) A terceira função do mercado de capitais pode ser observada na transformação de magnitudes do capital, a transformação de pequenos e médios montantes de capital em grandes montantes. Normalmente, o capital é acumulado gradativamente, o que significa pequenas quantias surgindo uma após as outras. "Como um rio, cuja ponte não pode ser construída com pedras isoladas, mas sim com uma estrutura de pedras, muitos projetos de investimento não poderiam ser executados sem os serviços de captação de um mercado de capitais".

d) Um quarto tipo de serviço prestado pelo mercado de capitais é a transformação de riscos. Todos os projetos de investimento diferem entre si não apenas no que diz respeito a retorno, mas também no que se refere a risco e incerteza. O risco, ao se

investir dinheiro, significa tanto o risco do retorno e reembolso, quanto o risco provocado pela iliquidez no caso de o investidor desejar vender seu investimento. Ambos os riscos são, de fato, reduzidos quando dispomos de mercados de capitais bem organizados. O mercado de capitais permite a transformação dos riscos, de diferentes graus, em um risco razoável e relativamente baixo, o qual deve ser considerado como normal.

Existem ainda outros serviços prestados pelo mercado de capitais a serem mencionados, diferindo, no entanto, daqueles supramencionados (a, b, c, d), caso em que eles não podem ser classificados como tarefas de transformação, mas sim como meio de conseguir maior eficiência. Mais dois exemplos que podem ser mencionados:

e) O mercado de capitais operando a contento ajuda a dinamizar grande parte das transferências e atividades no que diz respeito à poupança e investimento. Isto pode ser conseguido através de uma variedade de títulos padronizados e oportunidades de investimento, tais como ações, títulos hipotecários, títulos do Governo, certificados de depósitos, certificados de investimento etc. Normalmente o emprestador não precisa se preocupar com o pagamento de dividendos ou juros, ou reembolso, ou ainda com a data exata do pagamento. Mesmo o recebimento de dividendos e juros, e a administração de uma Carteira podem ser (e o são de fato), em grande parte, administradas pelos bancos ou instituições similares, em benefício do cliente.

f) Um dos efeitos mais marcantes de um mercado de capitais apropriado pode ser observado na progressiva transparência e, conseqüentemente, mais informações no que concerne à oferta e demanda. Os ofertantes e demandantes são, assim, mais informados e podem com mais facilidade ter acesso às informações adicionais através do mercado, se comparados, com a situação de investidores individuais isolados e eventuais transações de capital. Maior transparência e informações não somente ajudam os investidores neste mercado, mas também contribuem mais decisivamente para o uso efetivo dos recursos econômicos de uma nação.

3.2. Abordagem Microeconômica

Em termos macroeconômicos, pode-se afirmar que a contrapartida da poupança é o investimento. Ao contrário do consumo, o investimento implica o aumento do estoque físico de capital da economia: prédios, instalações, infra-estrutura, máquinas, desenvolvimento de softwares, métodos, organizações, tecnologias, etc. A poupança individual e a poupança das empresas (lucros) constituem a fonte principal do financiamento dos investimentos de um país e à medida que cresce o nível de poupança, maior é a disponibilidade para investir. Tais investimentos serão o motor do crescimento econômico e este, por sua vez, irá gerar aumento de renda, com conseqüente aumento da poupança e do investimento, e assim por diante. Num estudo de Geraldo Carbon, analisando-se um conjunto de países, entre 1990 e 2002, nota-se que há uma correlação positiva e significante (87%) entre a formação bruta de capital -tomada como indicador do nível de investimento - e a taxa de crescimento do PIB.

As empresas, à medida que se expandem, precisam cada vez mais recursos, que podem ser obtidos por meio de:

- empréstimos de terceiros;
- reinvestimentos de lucros;
- participação de acionistas.

No Brasil, as duas primeiras fontes de recursos são limitadas, por dois motivos, 1 - os créditos bancários não contemplam, com exceção do BNDES, prazos mais longos e juros compatíveis com a rentabilidade dos investimentos, 2- ainda não se desenvolveu um mercado de securitização líquido e profundo. Geralmente, as empresas utilizam-nas para manter sua atividade operacional. . Nos países desenvolvidos, o processo de securitização têm provido parte significativa dos créditos necessários para os investimentos. A outra parcela dos recursos necessários para investimentos provém do lançamento de ações nos mercados de capitais.

Pela participação de novos sócios — os acionistas — uma empresa ganha condição de obter novos recursos (não exigíveis), 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-o mais eficiente e refletindo sobre toda a comunidade.

O investidor em ações contribui assim para a produção de bens, dos quais ele também é consumidor. Como acionista, ele é sócio da empresa e se beneficia da distribuição de dividendos, sempre que a empresa obtiver lucros, e de eventuais ganhos de capital quando a cotação das ações sobe nos mercados secundários. Assim se dá a mecânica da democratização do capital de uma empresa e da participação em seus lucros.

Nas economias modernas existe, na maioria dos casos, um caminho longo para que a poupança se transforme em investimento. O poupador e o investidor normalmente são pessoas distintas. O investimento implica recompensas, mas também riscos. Assim, a transformação da poupança em investimento implica a existência de um conjunto de instituições que permitam converter a decisão individual de poupar em recursos disponíveis para quem deseja investir.

O mercado de capitais e, especificamente, o mercado acionário, permite a diluição do risco de novos investimentos. Constituindo assim um incentivo à inovação econômica e à modernização que, por sua vez, proporciona aumento da produtividade, maior retorno, maior crescimento, maior renda. Ao mesmo tempo, o mercado acionário promove uma democratização e socialização do capital. Permite a pulverização da participação na propriedade das empresas para os pequenos poupadores, seja diretamente, seja através de fundos mútuos ou, de maneira crescente nas economias mais modernas, através de fundos de previdência.

Além dos efeitos macroeconômicos na alocação de recursos, o mercado de capitais particularmente, possui uma peculiaridade: proporciona um aumento da eficiência microeconômica nas empresas.

Quando uma empresa assume compromissos de longo prazo com terceiros, seja na forma de emissão de títulos de dívidas ou da abertura de capital, ela passa a partilhar seus riscos com um grande número de investidores. Necessariamente, ela se obriga a fornecer informações mais detalhadas sobre seu desempenho ao mercado. Os investidores passam a

esquadrinhar seus resultados, buscando identificar falhas e premiar acertos e, não raramente, oferecer idéias para melhorar o desempenho da empresa.

Em síntese, a gestão da empresa será premiada ou reprovada em função dos bons ou maus resultados. A empresa obriga-se a procurar alternativas que proporcionem os melhores retornos para os detentores de seu capital. Se isso não ocorre, o capital irá buscar outras alternativas, em outras empresas, com melhor retorno.

No caso de empresas familiares, essa função do mercado de capitais assume uma maior importância nos casos de sucessão ou de conflitos. O fato de ter seu capital aberto reduz o efeito, sobre a empresa, de problemas internos derivados de desavenças pessoais ou familiares. Nas crises familiares, a saída dos descontentes se faz via mercado de capitais. Se a empresas é fechada, não há liquidez para as ações.

Quanto maior a participação de empresas de capital aberto na economia e quanto mais desenvolvido o mercado de capitais, maior será a quantidade de empresas buscando a maior eficiência possível para seu capital. Já as empresas ineficientes serão punidas, perdendo investidores e capital. Mesmo as empresas que não participem do mercado de capitais serão obrigadas a melhorar sua eficiência pelo efeito da concorrência das demais. A soma desses efeitos microeconômicos traduz-se em maior eficiência do capital em toda a economia. (Ver ANEXO 4 – Bolhas de Ativos)

Note-se que essa função de identificar as melhores e piores não é feita por simples investidores individuais. Com a institucionalização do mercado de capitais, os grandes compradores de títulos e ações são fundos de investimentos que atuam como intermediários e montam equipes técnicas capazes de obter informações e realizar análises sobre os negócios mais promissores e assim direcionar o capital para as melhores aplicações. Desenvolvem-se empresas e instituições especializadas em buscar dados, analisar e manter o mercado informado.

Segundo Michael Porter, o desenvolvimento do mercado de capitais, apoiado nas bolsas de valores, é o caminho mais curto para se alcançar à sofisticação e a melhoria da administração das empresas, "os mercados de capitais disciplinam os administradores ao coloca-los sob uma saudável pressão".

4. A função do Mercado de Capitais em países em desenvolvimento

Em geral, o mercado de capitais contribui para:

A) Promover formação de Capital;

B) L igar Poupança e Investimento;

C) Aumentar a eficácia do capital disponível.

No primeiro caso o mercado de capitais pode ajudar a formar poupança e a torna-la disponível. No segundo, essa poupança deve ser alocada e transformada em investimento através de ofertas padronizadas e de um sistema dinâmico de contratações. No terceiro caso, o mercado de capitais precisa promover uma alocação ótima de recursos. Essas três funções do mercado de capitais merecem, no entanto, um tratamento mais aprofundado.

A) O crescimento econômico encontra-se entre as necessidades básicas da maioria dos países. Considerando-se que não existe crescimento econômico sem investimento, podemos afirmar que a formação de capital – à parte de recursos externos – constitui um dos problemas-chave. A formação de capital demanda poupança.

Não há dúvida de que mercados de capitais bem organizados podem promover tanto a formação de poupanças quanto à rapidez no processo de empréstimo. A alternativa que se abre a um indivíduo bem como a uma sociedade encontra-se entre o consumo atual de um lado, e a formação de capital ou poupança de outro. Este fato é igualmente verdadeiro não só para nações e pessoas de pouca renda, mas também para aqueles de alta renda. Caso a poupança provesse retornos justos e segurança no futuro seria mais atrativo liberar recursos de consumo em prol de investimento, o que viria a acrescer as disponibilidades da economia. Os mercados de capitais com boa transparência podem favorecer estas condições. Em outras palavras, taxas de juros livres e demanda competitiva por poupança normalmente provêm alternativas mais atrativas ao poupador do que de uma outra forma qualquer. Desde que a poupança em maior escala permite investimentos adicionais, o mercado de capitais pode incentivar a formação de capital e o crescimento econômico.

B) Uma outra vantagem do mercado de capitais está na ligação poupança/investimento de forma melhor que qualquer outra possível. Normalmente,

supridores de capital tendem a produzir individualmente pequenos montantes e esperam, ao mesmo tempo, ótimos retornos, com pequena margem de risco e liquidez imediata. A demanda, por sua vez, usualmente exige capital em grandes proporções, em condições determinadas e de longo prazo, e a um custo de empréstimo o mais baixo possível. O mercado tem que entrelaçar estes dois objetivos contrários da melhor maneira possível. Para consecução destes dois objetivos um mercado de capitais tem que transformar:

a) Pequenas quantias em grandes quantias;

b) Ativos líquidos em investimentos fixos e ao mesmo tempo;

c) Preferências de curto prazo em exigências de longo prazo; e

d) Riscos diferentes em uma "intermesclagem" de riscos em escalas diferentes.

Um mercado de capitais bem desenvolvido consegue efetuar esses diferentes tipos de transformação não só através de uma variedade de intermediários financeiros, mas também através de diferentes formas de oportunidade de investimento. Realmente, o modelo de investimento monetário oferece uma ampla gama de tipos de títulos, estendendo-se desde certificados de quase-moeda de um lado, a investimentos de formas mais diretas, relativamente sem liquidez de outro. O fato de debêntures e ações poderem ser vendidas e cotadas, sem qualquer dificuldade nas bolsas de valores, revela que interesses opostos entre oferta e procura permitem, não obstante, um comprometimento útil e soluções racionais. Assim o mercado de capitais consegue manter as preferências dos indivíduos num grau relativamente alto e, ao mesmo tempo, ligar poupança e investimento, apesar dos interesses contraditórios de ambas as partes.

C) A terceira realização do mercado de capitais provém do efeito de alocação de um mercado livre. Desde que todo projeto de investimento concorre vis-à-vis com o capital disponível, existe um mecanismo de seleção automática entre esses projetos que opera em favor dos mais lucrativos. Portanto taxas de juros livres e competição justa tendem a utilizar o capital disponível de maneira mais produtiva. Considerando-se que o capital não somente nos países em desenvolvimento, mas também nos mais desenvolvidos, encontra-se entre os fatores de produção menos abundantes, dever-se-ia compreender que qualquer

melhoria na eficácia desse escasso fator ajuda a aumentar o crescimento econômico. Este fato é ainda mais observado quando a transparência de um mercado de capitais razoavelmente organizado evita privilegiar projetos de investimento regionais em favor de outros.

Tudo aquilo que examinamos nos três parágrafos precedentes constituiu um argumento com base puramente teórica. Seria irrealístico negligenciar as deficiências das condições de um mercado livre e, particularmente, abster-se das dificuldades de países em desenvolvimento. Por exemplo, se a escassez de capital levasse a taxas de juros extremamente altas – mesmo na ausência de inflação – seria bastante compreensível tentar baixar o nível a um outro, que pudesse ser considerado normal, por razões sociais e outras. Todavia, visto que isso poderia causar um desvio de uma posição de equilíbrio, poderia também provocar uma demanda excessiva. Como situações de desequilíbrio são propícias à criação de mercados negros, isto poderia até mesmo piorar a situação e fazer com que o lado supridor desaparecesse do mercado oficial.

Em lugar de uma política de *laissez-faire*, as taxas de juros podem ser administradas, isto é, impedidas de se tornarem muito altas, enquanto a oferta de capital e de créditos tem que ser racionada. Controles governamentais substituem a seleção através do mecanismo de mercado livre. Embora as chances de reconquistar taxas de juros livres não possam ser tratadas aqui detalhadamente, ainda poderia restar como objetivo a ser atingido se, de uma maneira ou de outra, os benefícios de um mercado de capitais ainda forem considerados desejáveis.

Outras deficiências de um mercado livre podem ser facilmente mencionadas. Existem, por exemplo, muitos protestos a respeito do fato de que o mesmo mercado de capitais altamente desenvolvido deixe de prover condições idênticas para grandes negócios, de um lado, e pequenos negócios de outro. Sem dúvida, o mercado de capitais favorece as empresas bem conhecidas e, em particular, grandes firmas. A ausência de informações sobre empresas de menor porte tiram dessas empresas a possibilidade de um financiamento mais rápido e simples através da emissão de títulos ou ações. As soluções para este problema seriam ou mecanismos cooperativos de financiamento ou a criação de Bancos e intermediários financeiros especiais. Essas instituições especiais podem prover artesanatos

e pequenos negócios de recursos para investimentos, o que pode ser financiado através de títulos emitidos por tais instituições. Realmente muitos países utilizam semelhantes organizações e instituições.

Um outro ponto diz respeito particularmente ao critério de prioridade para investimentos num país em subdesenvolvimento. Tais prioridades, bem entendido, podem não refletir, apenas, lucratividade. Visto que investimentos lucrativos em bases privadas podem não ser desejáveis sob a ótica do desenvolvimento econômico, o governo pode intervir. As intervenções podem tomar a forma de impor tributação nesses bens menos desejáveis, ou orientar ainda que de outra forma indireta, ao invés de qualquer forma de ação direta ou dirigismo no mercado de capitais.

Em geral, seria mais racional utilizar taxas de juros comuns que indicam o grau de escassez de capital, reduzindo assim os investimentos a um nível mais exeqüível, do que induzir projetos de investimento de qualquer tipo através de um baixo nível de taxa de juros. Como o problema de desenvolvimento reside principalmente na formação crescente de capital, por um lado, e em investimentos mais produtivos, por outro, deve-se compreender que os bons serviços de um mercado de capitais só podem ser prestados na sua totalidade se as taxas de juros forem compatíveis com a oferta e procura reais.

Numa economia subdesenvolvida, mais ainda que nos países desenvolvidos, o mercado secundário é crucial para dar liquidez às ações e atrair recursos para o mercado de capitais.

Para concluir, voltemos a pergunta inicial: Qual o papel adequado de um mercado de capitais numa economia subdesenvolvida?

Resumindo, ele consiste na total aplicação do princípio de mercado na área de poupança e investimento. Isto é de certa forma não menos essencial e não menos eficaz que a aplicação do princípio de mercado em outros campos da economia. Um mercado de capitais assegura que as indicações dos consumidores serão transmitidas aos produtores do modo mais rápido e eficaz. Assim, um mercado de capitais é uma perfeição ou então uma complementação necessária de uma economia de mercado se, de uma maneira ou de outra, a eficácia de tal economia não fosse reduzida. Entretanto, podemos considerar uma

economia de mercado não somente do ponto de vista da eficácia (crescimento, taxas de investimento, sistema voltado para os consumidores etc.), mas também em relação à distribuição de renda, da riqueza e de outras implicações sociais.

Todavia, um mercado de capitais poderia contribuir, e de fato contribuiria, para uma menor concentração de renda e riqueza. As razões para este fato são as seguintes:

a)Taxas mais altas de juros ou retornos aos poupadores, particularmente a pequenos poupadores e àqueles que vivem de rendas;

b)Um mercado de capitais oferece formas de investimento mais diretas do que quaisquer outras possíveis. Mais participação ao invés de exclusivamente direitos à renda monetária. O poupador se aproxima do investidor;

c)Diminui tensões sociais através de uma maior diluição da propriedade do capital privado;

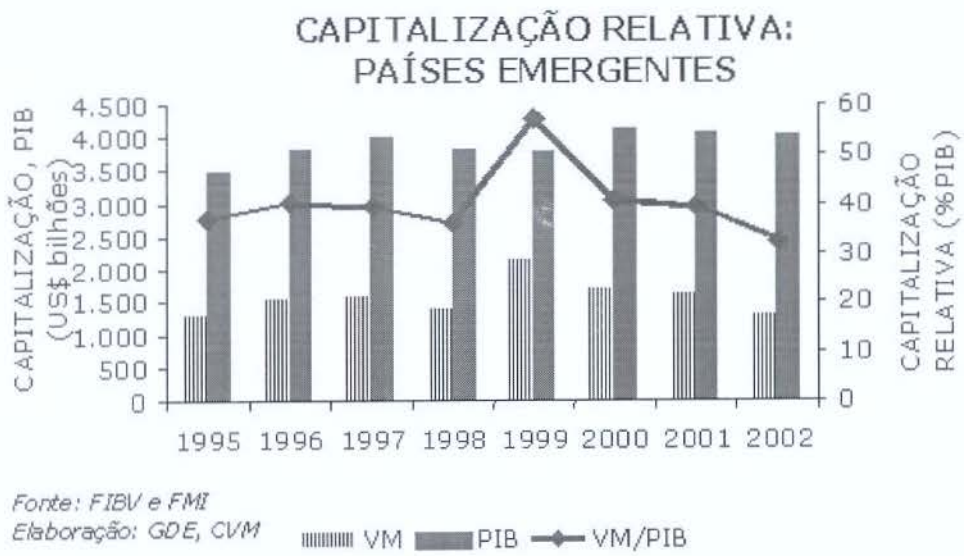
d)Proporciona oportunidade de tributação mais direta, isto é, tributação mais equânime. Na maioria dos casos dividendos e outros retornos de capital podem facilmente ser cobrados na fonte.

Tendo enumerado tantos efeitos positivos de um mercado de capitais, deveríamos pelo menos mencionar que ele também apresenta efeitos colaterais negativos. Já mencionei a questão relativa ao fato de o mercado de capitais favorecer ou não a concentração. Realmente, ele pode assim atuar, embora existam forças opostas. A tendência imanente em direção à concentração beneficia em particular as instituições financeiras tais como Bancos, Companhias de Seguro, investidores institucionais como fundos de pensão etc. Neste caso, regulamentações estatais e leis adequadas podem ser usadas sem detrimento considerável ao próprio mercado de capitais.

Um outro fator negativo é a especulação. Não vou afirmar que a especulação deveria geralmente ser evitada ou considerada como um mal desde sua origem. Pelo contrário, seria normalmente útil para aliviar movimentos súbitos e abruptos, através de antecipações e julgamentos cuidadosos. Entretanto, existem alguns exemplos onde a simples especulação causou danos consideráveis a determinados mercados, se não à

economia como um todo. Por esta razão só podemos desejar que atitudes inteligentes por parte do Governo consigam evitar *Black Fridays* ou eventos similares.

Poderíamos observar outros pontos. Além disso, essa enumeração aproximada de aspectos dista bastante de uma relação completa. Poderíamos afirmar, por exemplo, que não salientamos o impacto do Banco Central sobre o mercado de capitais, as inter relações entre política fiscal e monetária, sem mencionarmos ainda a influência da tributação e a interdependência entre os mercados internacional e doméstico. Devido ao escopo do estudo e da escassez de conhecimento e publicações nesta área, não levamos em consideração determinadas medidas de política econômica, tais como subsídios, redução de impostos ou quaisquer outras ações protecionistas, e regulamentações relativas a juros, poupança, investimento etc.



Fonte: FIBV e FMI
Elaboração: GDE, CVM

5. Os mercados de capitais nos países desenvolvidos

Nos países desenvolvidos, o ato de poupar é bastante disseminado entre a população, seja diretamente ou por intermédio de fundos mútuos de investimento. Existem inúmeras oportunidades de investimentos, instituições e formas de poupança.

O mercado de capitais se desenvolveu nos EUA a partir do século XIX. Atualmente, tornou-se o centro do sistema financeiro americano. Há vinte anos, 70% da poupança financeira estava em depósitos a prazo e cadernetas de poupança. Hoje, essa mesma proporção é detida pelos fundos mútuos, pelo mercado acionário e outras instituições do mercado de capitais. Por isso, a operação bancária clássica representa somente cerca de um quarto da oferta de crédito. O restante é suprido por uma miríade de instrumentos e instituições: ações, bônus, *commercial papers*, recebíveis securitizáveis e outros papéis colocados e negociados pelos departamentos de mercado de capitais dos bancos tradicionais, pelos bancos de investimento, pelas corretoras e por demais participantes do mercado.

O mercado de ações, mesmo perdendo em volume para o mercado de crédito, é o mercado com maior repercussão nos Estados Unidos. "As flutuações nos preços das ações afetam a riqueza das pessoas e sua disposição em efetuar gastos... Constituem também importante fator nas decisões empresariais em investir, pois os preços das ações afetam o

volume de recursos que podem ser obtidos com a emissão e venda de novas ações para financiar os gastos em investimentos" (Frderic S. Mishkin e Stanley G . Eakins, Financial Markets Institutions)

Em 1996, o volume total de ações nos Estados Unidos equivalia a 10 trilhões de dólares, maior do que qualquer outro ativo financeiro no mercado americano. Em 1998 esse montante era estimado em 15,1 trilhões de dólares.

A magnitude desses números se reflete para a população em geral. Nos Estados Unidos, 50% do volume total de ações está nas mãos de indivíduos e o restante é mantido por fundos de pensão, fundos mútuos e companhias de seguro. Os instrumentos de poupança disponíveis para toda a população, especialmente os fundos de pensão, investem no mercado de ações e em títulos de longo prazo, ou seja, a maioria da população tem recursos direta ou indiretamente aplicados nesse mercado.

O financiamento de segmentos importantes da economia americana depende dos mercados de capitais. Um dos melhores exemplos é a agricultura, que teve um sistema de financiamento criado pelo governo em 1916 para atender à demanda dos agricultores por crédito, especialmente de longo prazo, não satisfeita pelo sistema bancário. Inicialmente, o governo aportou fundos no sistema, capitalizando os bancos criados para essa função. No entanto, além do capital inicial, o *Farm Credit System* pôde recorrer ao mercado de capitais americano, já suficientemente desenvolvido na época, para captar recursos através do lançamento de títulos. Esses títulos negociados no mercado são hoje a principal fonte de recursos desse sistema. Posteriormente, o próprio desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais nos EUA reduziu a importância do sistema oficial, que em 1997 respondia por apenas 25% (US$ 61 bilhões) do total do crédito ao setor.

O financiamento da construção civil nos EUA também é impulsionado pelo mercado de capitais (*ver ANEXO 4*). O mercado hipotecário constitui uma categoria à parte desse mercado, envolvendo recursos aplicados no longo prazo e cujos tomadores em geral são pessoas físicas, com uma garantia constituída por um imóvel. Várias características foram dadas a esse mercado para permitir a liquidez dos títulos e a captação de poupança. Inicialmente, procurava-se a venda direta de hipotecas em um mercado secundário. No final

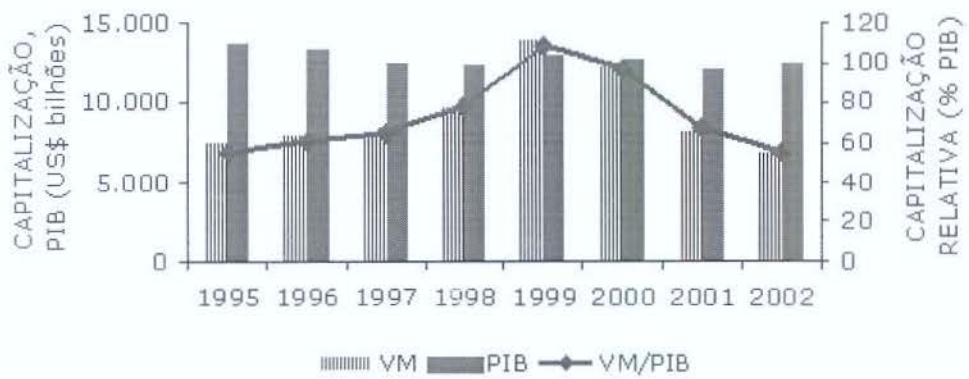
dos anos 60, foi criado um título que tinha como contrapartida um grande número de hipotecas. A securitização desses papéis teve função importante no desenvolvimento do mercado financeiro, uma vez que o mercado hipotecário tornou-se nacional, imune, portanto, a oscilações regionais e permitindo aos tomadores acesso mais fácil e democrático a recursos. As taxas praticadas tenderam assim a seguir as do restante do mercado de Capitais.

Nos EUA, além disso, multiplicaram-se os mecanismos para abertura e aumento de capital das empresas. Surgiram os *private equity funds* e as operações de *venture capital* que revolucionaram processos de criação, financiamento e gestão de empresas.

CAPITALIZAÇÃO MÉDIA:
PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

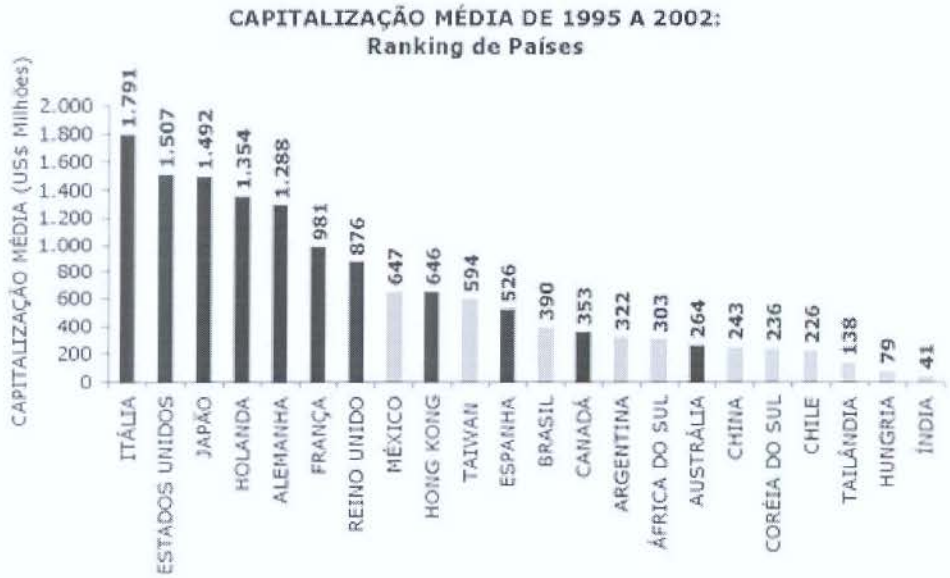
Fonte: FIBV
Elaboração: GDE, CVM

CAPITALIZAÇÃO RELATIVA:
PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



6. Os mercados mundiais de ações e títulos

Fonte: FIBV e FMI
Elaboração: GDE, CVM



Com a globalização tem se observado a internacionalização dos mercados de capitais. Cresceu a importância de mercados do mundo inteiro. As crises, asiática em 1997 e russa em 1998 mostraram que fatos ocorridos em economias periféricas repercutem quase instantaneamente no mundo inteiro, afetando as demais economias. Os fluxos internacionais de capitais tornaram-se significativos para a economia americana, que constitui a economia mais endividada do mundo e drena recursos do mundo todo. Se pararem os fluxos internacionais de capitais, o dólar poderá sofrer graves conseqüências,

constituindo um forte potencial de instabilidade financeira mundial. Conforme Mishkin e Eakins, os investidores estrangeiros, em especial os japoneses, não apenas proveram fundos para as empresas nos EUA mas também ajudaram a financiar significativa parcela do déficit do governo federal, permitindo à economia americana um crescimento mais acelerado nos anos 80 e 90.

Além dos investimentos diretos nas economias emergentes, outra forma de negociação tem se desenvolvido, permitindo que papéis de empresas estrangeiras sejam negociados indiretamente nas bolsas americanas. Para isso, intermediários – normalmente bancos – mantêm em custódia, ações de empresas de outros países e emitem recibos que são negociados nas bolsas domésticas. Esses papéis são denominados *American Depository Receipts* – ADR. A negociação de ADR's nos EUA tem crescido a uma taxa média de 28% ao ano desde 1979. Apesar de serem poucas as empresas brasileiras que têm lançado ADR´s, essa redução de oferta desses papéis enxuga a liquidez de nossa Bolsa de Valores, impedindo a criação de uma cultura de mercado acionário e a abertura para emissões de papéis de segunda linha.

Por outro lado, as condições do mercado brasileiro não estimulam o lançamento de BDR's, ou *Brasilian Depositary Receipts*. Caso isso acontecesse, poderíamos ter papéis de empresas estrangeiras com interesses no Brasil proporcionando liquidez ao nosso mercado.

A integração do mercado mundial de capitais significa que capitais do mundo inteiro podem, com baixo custo de transação e intermediação, buscar globalmente as melhores alternativas de investimento e os melhores retornos. Para um país onde o capital é escasso, essa integração gera grandes oportunidades, desde que sejam oferecidos retornos, condições e custos de transação similares aos de seus competidores no resto do mundo.

Brasil - Investimentos Externos - Investidores Não Residentes

Período	Ingresso	Retorno	Saldo
1991	482,40	96,10	386,30
1992	2.966,82	1.652,44	1.314,38
1993	14.614,09	9.136,46	5.477,63
1994	20.532,41	16.778,24	3.754,17
1995	22.026,62	21.498,34	528,28
1996	22.935,63	19.341,88	3.593,75
1997	32.191,92	30.576,78	1.615,14
1998	21.886,73	24.349,01	(2.462,28)
1999	12.396,09	11.296,03	1.100,06
2000	10.831,26	12.665,86	(1.834,59)
2001	9.347,61	10.076,41	(728,80)
2002 Jan/Jan	610,22	453,13	157,09
Fev/Feb	233,71	233,03	0,68
Mar/Mar	325,14	227,19	97,95
Abr/Apr	671,99	514,39	157,60
Mai/May	983,32	784,13	199,19
Jun/Jun	523,76	905,67	(381,91)
Jul/Jul	617,89		(165,03)
Ago/Aug	579,30	1.185,40	(606,10)
Set/Sep	400,73	754,51	(353,78)
Out/Oct	609,84	1.050,44	(440,60)
Nov/Nov	759,78	558,04	201,74
Dez/Dec	1.249,33	452,22	797,12
Total 2002	7.565,01	7.118,15	(336,05)
2003 Jan/Jan	658,54	543,75	114,79
Fev/Feb	489,34	428,43	60,91
Mar/Mar	507,43	670,06	(162,63)

Abr/Apr	962,91	661,46	301,44
Mai/May	777,79	798,52	(20,53)
Jun/Jun	740,81	565,86	174,95
Jul/Jul	630,77	557,13	73,64
Ago/Aug	806,86	623,83	183,03
Total 2003	5.574,44	4.849,04	725,60
Total 91-03	183.351,04	169.434,73	13.133,58

Fonte: CVM

Inclui até setembro/2000 os valores relativos ao antigo Anexo IV

6.1 Globalização e desintermediação

As possibilidades de rápida migração do capital são um fator novo na economia mundial. Como notou Mário Henrique Simonsen, "há um século, os indivíduos viajavam relativamente com mais facilidade do que os capitais. Isso porque as poupanças possuíam pouca mobilidade geográfica, sendo quase integralmente investidas nos locais onde eram geradas. Antes, quem mais rapidamente migrava eram os pobres do continente europeu. Hoje, os primeiros a migrar, se quiserem, são os capitais, ou pelo menos as poupanças".

Essa flexibilização e mundialização do sistema financeiro efetivou-se a partir dos anos 80 com a contribuição de vários fatores, com destaque para as novas tecnologias de comunicações e processamento de dados. Elas promoveram a aproximação dos aplicadores e tomadores de recursos independentemente das distâncias geográficas, eliminando as barreiras naturais à competição. Em termos práticos, as comunicações possibilitaram a execução em poucos minutos de ordens de transferência de dinheiro com a segurança necessária. O desenvolvimento dos sistemas de processamento de dados e das comunicações permitiram a gestão mais eficiente dos recursos.

Nesse período, houve um movimento de liberalização e modernização que resultou em reformas nos mercados financeiros e de capitais no mundo inteiro e no crescimento dos derivativos, das operações estruturadas, dos negócios em outros países e numa explosão de produtos financeiros.

Uma das conseqüências do processo foi a redução dos custos e a sofisticação da gestão dos fundos mútuos de investimentos, possibilitando a administração centralizada de recursos de milhares de aplicadores e sua rápida movimentação ao redor do mundo. Somas fantásticas tornaram-se disponíveis na busca das melhores alternativas de investimento e retorno.

O processo de maior integração e rompimento de barreiras do sistema financeiro mundial prossegue com a Internet. Alguns estudos indicam que a participação de operações do sistema financeiro realizadas por meio eletrônico tende a dobrar, para a maioria dos serviços nos próximos anos. Os custos dessas transações são radicalmente mais baixos: transações pessoais em balcão custam US$ 1,95 cada; em caixas automáticos US$ 0,80; por telefone US$ 0,60; por meio da Internet US$ 0,30, por cartão de crédito na Internet US$ 0,20. E deverão cair para US$ 0,01 (um centavo de dólar americano) com os desenvolvimentos já delineados pela evolução tecnológica.

A Internet possibilita a eliminação da distância nas comunicações. Transações que envolvem apenas fluxo de dados, como movimentação de fundos e poupanças, podem ser feitas em qualquer lugar do mundo, sem diferença de custo.

Institucionalmente, ainda não existem mecanismos adequados para tratar essa revolução tecnológica. As barreiras nacionais, as regras e regulamentos impedem a plena liberdade de movimentos que a tecnologia passou a permitir. Investir em outro país, para o indivíduo, ainda é muito mais difícil do que localmente. Para instituições, a dificuldade é menor. Porém, é questão de tempo para que a regulamentação, pelo menos em boa parte do mundo, seja aperfeiçoada para contemplar essas novas possibilidades. E os mercados financeiros estarão entre os mais afetados.

Além de globalização, esses efeitos podem ser resumidos com mais uma palavra: desintermediação.

A desintermediação consiste na redução do número de intermediários em cada transação: pessoas que preparavam e encaminhavam documentos, que entravam em contato com os clientes, que disseminavam informações, que providenciavam transferências de

recursos, que registravam as operações. Com sistemas eletrônicos realizando essas tarefas, as pessoas e empresas que eram responsáveis por elas serão progressivamente eliminadas.

A desintermediação causa redução de custos, maior rapidez e aumento no número de operações. Isso proporciona maior liquidez e traz maior quantidade de pessoas aos mercados, o que, em um processo auto-alimentado, aumenta o número de operações e a liquidez.

A globalização pode mudar radicalmente a forma com que se encaram os mercados. Mesmo que isso não ocorra tão rapidamente, os mercados nacionais competirão cada vez mais por recursos em um único mercado mundial.

Nesse novo mundo, a falta de capacidade de competir não se resolve com o isolamento. Se adotado como resposta ou estratégia, implicará a não-atração de capitais externos. Mas esse efeito não será totalmente simétrico: os capitais nacionais buscarão as melhores oportunidades no mercado global. Em toda a história econômica da humanidade, mercados paralelos se formaram rapidamente onde existiam restrições às forças do mercado livre. O isolamento de um país diminuirá a liquidez local, encolherá seu mercado, mas afetará de forma marginal a liquidez no resto do mundo.

Finalmente, uma das características que mais devem ser levadas em consideração nesses avanços tecnológicos é a redução do custo operacional de cada transação. Com isso, o número de transações tende a aumentar e os custos não estritamente operacionais – derivados de fatores institucionais ou tributários – tornam-se mais significativos, podendo ter participação mais elevada no custo total de cada operação.

7. A atuação do Mercado de Capitais no Brasil

Pelo caminhar da história brasileira, parece evidente que a discussão sobre crescimento econômico tem de passar necessariamente pela questão do financiamento do investimento. A maioria das empresas brasileiras não tem acesso a condições adequadas de financiamento, o que constitui obstáculo de primeira ordem à realização de investimentos privados e à retomada do crescimento.

Esse financiamento se dá basicamente por duas vias: poupança doméstica ou poupança proveniente do resto do mundo, esta última expressa pelo déficit em conta corrente do balanço de pagamentos.

Financiar o fluxo de investimentos por expressiva captação de poupança externa até pode ser viável para países com longa história de estabilidade, como os EUA, mas já se mostrou inadequado para nações como o Brasil. As crises do balanço de pagamentos das décadas de 80, 90 e dos anos passados validam esse argumento.

Fica claro, portanto, que precisamos de um modelo que privilegie o crescimento da poupança interna como forma de financiar um novo ciclo de expansão econômica.

Ora, a poupança interna é a soma das poupanças pública e privada. A poupança do setor público mostra um decréscimo constante ao longo dos últimos 30 anos, como demonstra o déficit do setor público. Em outras palavras, o setor público brasileiro tem influenciado negativamente a formação da poupança interna. Há um sem-número de justificativas para tal - carências sociais, desequilíbrio da Previdência Social, elevação dos encargos sobre a dívida pública -, mas o fato é que não há formação de poupança no setor público brasileiro.

No caso da poupança privada também se nota uma tendência de queda, fortemente estimulada pelo aumento da carga tributária, que coloca o Brasil entre os países de maior carga tributária, completamente fora do padrão observado nos países em desenvolvimento.

É evidente, portanto, que o país tem um problema estrutural com relação ao financiamento do seu crescimento. No Brasil, desde o pós-guerra, o setor público tem liderado a mobilização de recursos e sua alocação para o financiamento de investimentos, com destaque para a criação e administração de fundos de poupança compulsória pelos bancos oficiais. A poupança externa foi o grande motor do crescimento nas décadas de 50 e 60. E, a partir de então, a sociedade não foi capaz de gerar poupança interna para substituir a poupança do resto do mundo. O resultado tem sido um baixo crescimento econômico, que já se torna crônico, com todas as suas conseqüências negativas no campo social.

Como já explorado anteriormente, a experiência internacional demonstra que um mercado de capitais ativo e um sistema bancário eficiente promovem crescimento econômico e competitividade internacional:

1. Mecanismos de mobilização de recursos e diversificação de riscos tem permitido suprir recursos, inclusive para empreendimentos de alto risco;

2. Combina capitais de risco e financiamento de longo prazo para grandes projetos de infra-estrutura *(project finance);*

3. Fornece recursos para empresas emergentes e de inovação tecnológica *(seed money, venture capital, private equity)* multiplicando oportunidades e acelerando a adoção de novas tecnologias, principal componente do aumento de competitividade.

Esses fatos sugerem que uma discussão séria a respeito do crescimento econômico deveria passar pelo encaminhamento de propostas que viabilizassem o aumento da taxa interna de poupança. Daí a importância de alguns princípios econômicos fundamentais para o aumento da taxa de poupança e da capacidade de investimento e crescimento:

a) inflação reduzida para estimular a poupança doméstica e atrair capitais de longo prazo do exterior. No mundo atual, taxas de inflação acima de 5% ao ano já são consideradas elevadas e acima de 10% ao ano são proibitivas.
b) disciplina fiscal, incluindo-se aí a Previdência Social, que possibilite menor carga tributária e, portanto, a liberação de recursos da sociedade para a formação da poupança doméstica privada. Além disso, a percepção de disciplina permanente permite um alongamento dos prazos da dívida do setor público.
c) Um mercado de capitais desenvolvido, fundamental na alocação da poupança privada em instrumentos de prazo mais longo, que financiarão os investimentos de longa maturação dos setores público e privado. O provedor de capitais de longo prazo no mundo desenvolvido não é o setor bancário, é o mercado de capitais.

Cabe mencionar que um crescimento sustentado está ligado à criação de condições favoráveis e competitivas ao investimento privado, pois o BNDES, sozinho, não tem como ser a alavanca de expansão industrial brasileira. Nesse contexto, pode-se concluir que um

mercado de capitais bem estruturado ajudaria a economia crescer a custos mais baixos, além de ajudar na democratização do capital e na distribuição de renda. O papel central na mobilização e alocação de recursos sairia do setor público e seria substituído pelo mercado de capitais e sistema bancário privado. Com a estabilização, privatização e abertura da economia brasileira, o setor público concentrará seus recursos em gastos sociais.

ANEXO I

Principais Ativos

Ativos Privados de Renda Variável

Ações

Títulos de renda variável, emitidos por sociedades anônimas, que representam a menor fração do capital da empresa emitente. Podem ser escriturais ou representadas por cautelas ou certificados. O investidor em ações é um co-proprietário da sociedade anônima da qual é acionista, participando dos seus resultados. As ações são conversíveis em dinheiro, a qualquer tempo, pela negociação em bolsas de valores ou no mercado de balcão.

-Tipos

Ordinárias

Proporcionam participação nos resultados da empresa e conferem ao acionista o direito de voto em assembléias gerais.

Preferenciais

Garantem ao acionista a prioridade no recebimento de dividendos (geralmente em percentual mais elevado do que o atribuído às ações ordinárias) e no reembolso de capital, no caso de dissolução da sociedade.

-Formas

Nominativas

Cautelas ou certificados que apresentam o nome do acionista, cuja transferência é feita com a entrega da cautela e a averbação de termo, em livro próprio da sociedade emitente, identificando novo acionista.

Escriturais

Ações que não são representadas por cautelas ou certificados, funcionando como uma conta corrente, na qual os valores são lançados a débito ou a crédito dos acionistas, não havendo movimentação física dos documentos.

- Rentabilidade

É variável. Parte dela, composta de dividendos ou participação nos resultados e benefícios concedidos pela empresa, advém da posse da ação; outra parte advém do eventual ganho de capital na venda da ação.

Dividendos

A participação nos resultados de uma sociedade é feita sob a forma de distribuição de dividendos em dinheiro, em percentual a ser definido pela empresa, de acordo com os seus resultados, referentes ao período correspondente ao direito. Quando uma empresa obtém lucro, em geral é feito um rateio, que destina parte deste lucro para reinvestimentos, parte para reservas e parte para pagamento de dividendos.

Juros sobre o Capital Próprio

As empresas, na distribuição de resultados aos seus acionistas, podem optar por remunerá-los por meio do pagamento de juros sobre o capital próprio, em vez de distribuir dividendos, desde que sejam atendidas determinadas condições estabelecidas em regulamentação específica.

Bonificação em Ações

Advém do aumento de capital de uma sociedade, mediante a incorporação de reservas e lucros, quando são distribuídas gratuitamente novas ações a seus acionistas, em número proporcional às já possuídas.

Bonificações em Dinheiro

Excepcionalmente, além dos dividendos, uma empresa poderá conceder a seus acionistas uma participação adicional nos lucros, por meio de uma bonificação em dinheiro.

Direitos de Subscrição

É o direito de aquisição de novo lote de ações pelos acionistas — com preferência na subscrição —em quantidade proporcional às possuídas, em contrapartida à estratégia de aumento de capital da empresa.

Venda de Direitos de Subscrição

Como não é obrigatório o exercício de preferência na subscrição de novas ações, o acionista poderá vender a terceiros, em bolsa, os direitos que detém.

Opções sobre Ações

São direitos de compra ou de venda de um lote de ações, a um preço determinado (preço de exercício), durante um prazo estabelecido (vencimento). Para se adquirir uma opção, paga-se ao vendedor um prêmio. Os prêmios das opções são negociados em Bolsa. Sua forma é escritural e sua negociação é realizada em bolsa de valores. A rentabilidade é dada em função da relação preço/prêmio, existente entre os momentos de compra e venda das opções.

-Opções de Compra

São aquelas que garantem a seu titular o direito de comprar do lançador (o vendedor) um lote determinado de ações, ao preço de exercício, a qualquer tempo até a data de vencimento da opção.

-Opções de Venda

São aquelas que garantem a seu titular o direito de vender ao lançador (vendedor da opção) um lote determinado de ações, ao preço de exercício, na data de vencimento da opção.

Como é possível ter diferentes posições, tanto titulares como lançadoras em opções de compra e/ou opções de venda, pode-se formar diversas estratégias neste mercado, segundo a maior ou menor propensão do investidor ao risco.

Tanto o titular como o lançador de opções (de compra ou de venda) podem, a qualquer instante, sair do mercado, pela realização de uma operação de natureza oposta.

Operações em Margem

Modalidade operacional em bolsas de valores, no mercado a vista, pela qual o investidor pode vender ações emprestadas por uma corretora, ou tomar dinheiro emprestado numa corretora para a compra de ações.

Banco de Títulos CBLC - BTC

Serviço de empréstimo de títulos, disponível por meio do sistema eletrônico, no qual os participantes da Custódia Fungível da CBLC, atuando como doadores e tomadores, podem registrar suas ofertas, bem como efetuar o fechamento de operações de empréstimo.

Clube de Investimentos

Instrumento de participação dos pequenos e médios investidores no mercado de ações, que pode ser administrado por uma sociedade corretora, distribuidora, banco de investimento ou banco múltiplo com carteira de investimento. A participação é feita pela

aquisição de quotas iguais, representativas de uma parcela do patrimônio do clube e sua rentabilidade depende do desempenho dos títulos componentes de sua carteira.

Difere-se dos fundos mútuos pelo limite de participantes — máximo de 150, sendo que é assegurado a cada membro o direito de aumentar o número de suas quotas, por novos investimentos, até o limite máximo de 40% das quotas existentes — e pela possibilidade de participação na gestão dos recursos da carteira do clube.

Clube de Investimento - FGTS

Caracteriza-se pelo condomínio constituído exclusivamente por pessoas físicas, que o utilizem para aplicar parcela de seu Fundo de Garantia do Tempo de Serviço - FGTS, na aquisição de cotas de Fundos Mútuos de Privatização - FGTS. As cotas do Clube de Investimento - FGTS correspondem a frações ideais em que se divide o seu patrimônio, assumindo a forma escritural e assegurando a seus detentores direitos iguais.

Fundos Mútuos de Investimento

Condomínio aberto ou fechado de investidores, para aplicação de recursos em uma carteira diversificada de títulos e valores mobiliários, em forma de quotas. Podem ser administrados por sociedades corretoras, distribuidoras, bancos múltiplos com carteira de investimento e bancos de investimento, e devem dispor em seu regulamento sobre os ativos que poderão compor suas carteiras de aplicações.

As quotas do Fundo Mútuo de Investimento correspondem a frações ideais do seu patrimônio e assumem a forma nominativa ou escritural.

-Fundo Mútuo de Investimento em Ações - Carteira Livre

Constituído sob a forma de condomínio aberto ou fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteira diversificada de títulos e valores mobiliários.

Deverá manter, diariamente, no mínimo 51% do seu patrimônio aplicado em ações e opções sobre índices de ações.

-Fundo Mútuo de Ações

Forma de Investimento que aplica, diariamente, no mínimo 51% de seu patrimônio em ações.

Fundo de Investimento Financeiro (FIF)

Fundo de investimento constituído sob a forma de condomínio aberto, cujo patrimônio destina-se à aplicação em carteira diversificada de ativos financeiros e demais modalidades operacionais disponíveis no âmbito do mercado financeiro. Para fins de resgate, suas quotas devem ser atualizadas a intervalos mínimos de 30 dias, contados a partir da data de emissão.

Fundo de Investimento Financeiro - Curto Prazo

Sua constituição é regida pelas mesmas normas do Fundo de Investimento Financeiro (FIF), com a diferença de que este fundo admite o resgate de quotas a qualquer tempo, com rendimento diário.

Fundo de Aplicação em Quotas de Fundos de Investimento Financeiro

Tem por objetivo exclusivo a aplicação de recursos em quotas de fundos de investimento financeiro e demais fundos de investimento que vierem a ser especificados.

Fundo Imobiliário

Fundo de investimento constituído sob a forma de condomínio fechado, cujo patrimônio é destinado a aplicações em empreendimentos imobiliários. As quotas desses fundos, que não podem ser resgatadas, são registradas na CVM, podendo ser negociadas em bolsas de valores ou no mercado de balcão.

Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes

Constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados a aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes. Entende-se como empresa emergente, a companhia que satisfaça os seguintes parâmetros:

- Tenha faturamento líquido anual inferior ao equivalente a R$ 60 milhões;

- Não seja integrante de grupo de sociedades com patrimônio líquido consolidado maior ou igual a R$ 120 milhões.

Tal como nos clubes de investimento, a rentabilidade de um fundo mútuo é dada em função do comportamento dos títulos que compõem sua carteira.

Fundo Mútuo de Privatização- FGTS

Constituído sob a forma de condomínio aberto, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de valores mobiliários no âmbito do Programa Nacional de Desestatização e de Programas Estaduais de Desestatização. É formado, exclusivamente, por recursos de pessoas físicas participantes do FGTS, diretamente ou por intermédio de clubes de investimento. Suas cotas são integralizadas, exclusivamente, com recursos integrantes da conversão parcial dos saldos do FGTS dos respectivos participantes.

Opções de Compra Não padronizadas (Warrants)

Warrant de compra é um título que dá ao seu possuidor o direito de comprar um ativo financeiro a um preço predeterminado (preço de exercício), em um prazo também predeterminado. O emissor da Warrant pode ser a própria empresa emissora do ativo subjacente à Warrant, ou qualquer instituição que detenha em sua carteira de investimentos uma grande quantidade de ações emitidas por outra instituição.

Recibo de Carteira Selecionada de Ações - RCSA

O RCSA é um recibo que representa uma carteira preestabelecida de ações, cujas quantidades são fixadas e perfeitamente conhecidas antes de sua constituição. Os papéis integrantes dos RCSAs devem ser depositados em custódia antes de sua emissão e, uma vez constituídos, os recibos são negociados na BOVESPA como se fossem um título qualquer, com seu valor sendo determinado pelo mercado. A principal característica do RCSA é que ele permite que o investidor compre ou venda um conjunto de ações por meio de uma única operação.

Ativos Privados de Renda Fixa

Debêntures e Debêntures Conversíveis em Ações

Títulos emitidos por sociedades anônimas, representativos de parcela de empréstimo contraído pela emitente com o investidor, a médio e/ou longo prazos, garantidos pelo ativo da empresa.

No caso de debêntures não conversíveis, o empréstimo é liquidado normalmente no prazo previsto. Quanto às debêntures conversíveis em ações, o investidor poderá, em prazos determinados e sob condições previamente definidas, optar pela conversão de seu valor em ações, incorporando-o ao capital da sociedade emitente. Todas as condições pertinentes à emissão, prazos, resgates, rendimentos, conversão em ações e vencimento de debêntures são obrigatoriamente fixados em assembléia geral de acionistas.

Commercial Papers

Títulos de emissão de sociedades anônimas abertas, representativos de dívida de curto prazo (mínimo de 30 e máximo de 360 dias).

Letras de Câmbio

Emitidas por sociedades de crédito, financiamento e investimento, para captação de recursos para financiamento da compra de bens de consumo durável ou do capital de giro das empresas. São lançadas na forma nominativa, têm renda fixa e prazo certo de vencimento.

Bônus

Título emitido por uma sociedade anônima de capital aberto, dentro do limite do capital autorizado, que confere a seu titular, nas condições constantes do certificado, direito de subscrever ações, que será exercido contra apresentação do bônus à companhia e pagamento do preço de emissão.

Letras Imobiliárias

Títulos emitidos por sociedade de crédito imobiliário, com garantia da Caixa Econômica Federal, para a captação de poupança destinada ao Sistema Financeiro da Habitação.

Cadernetas de Poupança

Emitidas nominativamente por sociedade de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimos e caixas econômicas estaduais e federal, com o objetivo de captar recursos para o financiamento de construtores e adquirentes de imóveis. As aplicações são corrigidas a cada período de 30 dias pela Taxa Referencial (TR) do período, e remuneradas com uma taxa de juros de 0,5% ao mês. Podem ser resgatadas sem perda da remuneração a cada "aniversário" de 30 dias, a partir da data da aplicação.

Certificados de Depósito Bancário - CDB

Títulos representativos de depósitos a prazo determinado, emitidos por bancos de investimentos e comerciais, negociáveis antes de seu vencimento, por meio de endosso. Segundo a remuneração oferecida, podem ser pós ou prefixados. Os CDBs prefixados estabelecem *a priori* a taxa de remuneração pelo período do investimento. Os CDBs pós-fixados são remunerados por uma taxa de juros aplicada sobre o valor do investimento corrigido pela TR ou IGP-M do período da aplicação.

Recibos de Depósito Bancário - RDB

Têm as mesmas características do CDB, com a diferença de não serem negociados em mercado.

ANEXO II

Plano Diretor do Mercado de Capitais

O Mercado de Capitais brasileiro nos últimos anos experimentou uma involução, com queda de volume negociado, fechamento do capital de empresas e saída do mercado de importantes players. Visando reagir contra esse estado de coisas e tendo em mente que nenhuma economia robusta pode prescindir de um mercado de capitais forte é que se elaborou o Plano Diretor.

Coordenado pela APIMEC em parceria com o IBMEC, o Plano Diretor é um conjunto de propostas elaboradas inicialmente por 22 entidades, número que hoje passa da casa das 50 e vem crescendo a cada dia com as novas adesões.

Composto de 12 diretrizes e 50 medidas específicas, o Plano Diretor contempla desde questões macroeconômicas, passando por aperfeiçoamentos regulatórios, até medidas de competência das bolsas de valores ou das entidades ou, ainda, das empresas de capital aberto.

O Plano tem esta estrutura por entender-se que a fragilidade do mercado de capitais brasileiro é provocada por razões multidisciplinares e atacar-se apenas alguns desses campos, sem que se tenha uma visão do todo, seria inócuo. Era necessário que se propusesse um projeto abrangente e completo. E assim foi feito.

ANEXO III

Bolhas de ativos

Uma bolha é uma situação em que o preço de um ativo difere do valor de mercado de seus fundamentos econômicos. Numa bolha racional, os investidores podem ter expectativas de que a bolha está acontecendo porque o preço do ativo se encontra acima do seu valor fundamental – ou seja, seu valor referente aos fundamentos do mercado -, mas continuam com o ativo assim mesmo. O motivo para manterem o ativo é acreditarem que alguém mais irá compra-lo por um preço mais alto no futuro. Numa bolha racional, os preços dos ativos podem, portanto, se desviar de seu valor fundamental por um longo tempo porque o rompimento da bolha não pode ser previsto, não havendo portanto nenhuma oportunidade inexplorada de lucro

ANEXO IV

Imóveis X Ações

O investimento em imóveis tem sido praticado pelos brasileiros nas últimas décadas por diversos motivos: instabilidade monetária, baixos riscos, população crescendo (mercado imobiliário também), custos de manutenção relativamente baixos e,

principalmente, a renda dos aluguéis. Os grandes problemas que se pode auferir é que este tipo de investimento está condicionado ao aumento da demanda por novos imóveis, ou seja, aumento populacional, e também que este tipo de riqueza, excluindo se a indústria civil, é suntuária, portanto, um investimento com seu potencial multiplicador ocioso.

A população brasileira está demorando a entender que os custos do mercado imobiliário superam os do mercado acionário. A corretagem em ações não chega a 0,5% por transação, enquanto em imóveis o valor da corretagem chega a 6%, mais Imposto sobre Aquisição de Imóveis (Sisa), mais CPMF, mais o custo do cartório e do advogado independente, que hoje é imprescindível, o que eleva toda esta intermediação para 8%. No investimento em ações, o dinheiro não fica parado um só minuto, as ações se valorizam, dividendos são distribuídos e parte do lucro é reinvestida na empresa. Num apartamento, por exemplo, há depreciação e obsolescência, além da possibilidade de ficar períodos sem inquilino.

"...Por esta e diversas outras razões as famílias americanas investem em ações ao invés de imóveis de aluguel - no Brasil menos que 3% investem em ações de forma significativa. Lá, os trabalhadores podem comprar seu imóvel, porque todos investem em ações que geram duplamente empregos, nas empresas e no setor de construção. Aqui, porque preferimos investir em imóveis sem risco, em vez de ações que rendem mais por terem maiores riscos, só geramos empregos no setor de construção, mantendo os salários baixos..." (Stephen Kanitz)

Bibliografia:

1. *Os Mercados de Capitais do Brasil* – Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas, Serv. De Publicações - Banco Interamericano de Desenvolvimento.

2. RUDGE, Luiz Fernando; CAVALCANTE, Francisco : *Mercado de Capitais* – CNBV, Comissão Nacional de Bolsa de Valores.

3. NEAL, Larry: The Rise of Financial Capilalism - *Intenational capital markets in the Age of Reason* – Cambridge University Press

4. Relatório Econômico - *Brasil para Investidores Estrangeiros* – [Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto] – 3.ed. – Rio de Janeiro: ANDIMA, 1999.

5. *Capital Market Development in Transition Economies* – Country Experiences and Policies for the Future.

6. CORDEIRO, Ari: *Ações e Reações no Mercado de Capitais*

7. Grecco, Constantino; *Conheça o Mercado de Capitais no Brasil: um guia prático.* São Paulo, Cultrix, 1971.

8. SOARES, Ademir Gariullo; LOPES, Marco Aurélio. - "Introdução ao Mercado de Ações" – Comissão Nacional de Bolsas de Valores, São Paulo, 1985.

9. H. & KUZNETS, PAUL W. EDS. - Capital Movements and Economic Development. Proceedings of a Conference held by the International Economic Association

10. PLANO DIRETOR DO MERCADO DE CAPITAIS - Versão 08/05/2002 ABAMEC & IBMEC

11. "Cadastro Central de Empresas do IBGE" - (www.**ibge**.gov.br)

12. MOREIRA, M. M. & PUGA, F. P. *Como a indústria financia o seu crescimento.* RJ, BNDES - TD84, out/2000.

13. PROCIANOLY, J. L. e CASELANY, C. N. Emissão de ações como fonte de crescimento ou como fonte de redução do risco financeiro: resultados empíricos. *Revista de Administração*, São Paulo, v.32, n.3 Jul./Set. 1997.

14. MELO, Giovani Monteiro & RODRIGUES JR, Waldery - TEXTO PARA DISCUSSÃO NO 653 - *Padrão de Financiamento das Empresas Privadas no Brasil* - Brasília, junho de 1999. http://www.ipea.gov.br/pub/td/td_99/td_653.pdf

15. Frederic S. MISHKIN, Stanley G. EAKINS, - Financial Markets and Institutions, 4/E

16. FORTUNA, Eduardo. Mercado Financeiro - Produtos e Serviços. 12a ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999

17. Yilmaz, Kamil: "Market Development and Efficiency in Emerging Stock Markets", June 2001

18. Cetorelli, Nicolas: "The Role of Financial Services in Economic Growth", Chicago Federal Reserve Letter number 173, January 2002

19. "Global Development Finance-1999", World Bank publication.

20. SOARES. IPEA – TD808, jul/2001.

21. Keynes – Teoria Geral do emprego, do juro e da moeda

22. COSTA, Fernando Nogueira da. "Economia Em 10 Lições". São Paulo: MAKRON Books, 2000.

23. COSTA, F. N. *Economia Monetária e Financeira.* SP, MAKRON *Books*, 1999.

24. MISHKIN, F. (2000). Moedas, Bancos e Mercados Financeiros. Rio de Janeiro, LTC

25. KANITZ, Stephen - Revista Veja, Editora Abril, edição 1830, ano 36, nº 47 de 26 de novembro de 2003, página 30.

26. Revista Bovespa – diversos números

27. Caderno de Mercado de Capitais – Fator-Doria Atherino – Diversos números

Sites consultados:

www.abamec.com.br

www.bovespa.com.br

www.andima.com.br

www.ibemec.com.br

www.ipeadata.gov.br

www.bcb.gov.br