

Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil - a experiência dos anos 90

A. Gledson de Carvalho[§]

RESUMO

O mercado de capitais brasileiro, em especial o mercado acionário, aparentemente passou por uma fase de grande florescimento nos anos 90 - principalmente quando se considera o crescimento da capitalização bursátil, volume transacionado e emissões primárias. No entanto, fortes indícios de declínio apareceram ao final da década - queda do volume transacionado e emissões primárias. As altas taxas de juros e a CPMF são freqüentemente apontadas como responsáveis por esta retração. Este trabalho procura mostrar que o florescimento acima referido era ilusório pois: 1) o número de empresas abertas já vinha se reduzindo desde o início da década; 2) a concentração de mercado vinha aumentando (i.e., apenas parcela pequena das empresas se beneficiou do período de expansão). Alguns elementos indicam o baixo nível de proteção do qual gozam acionistas minoritários, e credores no Brasil estão na base da atrofia do mercado de capitais brasileiro.

Palavras-chave: mercado de capitais, governanças empresariais, mercado acionário.

ABSTRACT

The Brazilian capital markets, in special the stock market, apparently had great development in the 90's - mainly one looks at market capitalization, traded volume and new issues. However, several signs of decline appeared at the end of the decade - reduction of volume traded and new issues. High interest rates and CPMF are commonly blamed for this contraction. This work shows that the referred development was an illusion since 1) the number of public firms was declining since the beginning of the decade, and 2) market concentration was increasing (i.e., only a small number of firms took advantage of the expansion). Some elements indicate that the low protection for minority investors is one of the reasons for the atrophy of the Brazilian capital markets.

Key words: capital markets, corporate governance, stock market.

JEL classification: G10, G30 e O16.

* O autor agradece a Lídia Goldestein por seus comentários, a Roberto B. Pinheiro pela excelente assistência de pesquisa e à FAPESP pelo suporte financeiro. Qualquer erro é de responsabilidade exclusiva do autor.

§ Departamento de Economia da FEA-USP.

1 Introdução

Novas teorias e evidências empíricas têm fortalecido a percepção de que o desenvolvimento financeiro é fundamental para o crescimento econômico. (Levine, 1997) Os argumentos baseiam-se no fato de que a disponibilidade de que bons projetos de investimentos e poupança financeira abundante não são suficientes para garantir altas taxas de crescimento. Uma das características do sistema capitalista é a separação entre poupadores e empreendedores. Entre estes encontra-se o sistema financeiro. Uma condição essencial para maximizar o crescimento econômico é que o sistema financeiro funcione de modo a alocar os recursos aos projetos de maior produtividade. Isto, por sua vez, depende do grau de desenvolvimento e sofisticação do setor financeiro. Muito embora alguns analistas vejam os mercados de capitais (e os mercados acionários em particular) em países em desenvolvimento como cassinos, com pouco impacto sobre o crescimento econômico, evidências recentes sugerem que os mercados acionários podem ser instrumentos de promoção do desenvolvimento econômico. (Levine e Zervos, 1998)

Os mercados de capitais afetam o crescimento econômico por meio da criação de liquidez. Muitos investimentos de alta produtividade requerem volumes expressivos de recursos a longos prazos. No entanto, os investidores geralmente são refratários a comprometer recursos por longos períodos. Os mercados de capitais tornam estes investimentos líquidos, portanto, menos arriscados e mais atraentes aos investidores. Assim sendo, a liquidez propiciada pelos mercados de capitais pode melhorar a alocação de recursos da economia à medida que redireciona recursos de projetos com baixos retornos e curta maturação para projetos com altos retornos e longa maturação.

O mercado de capitais no Brasil passou por um ciclo de expansão nos anos 90. Em grande parte este movimento foi resultante de uma entrada expressiva de capitais estrangeiros. Já no final da década, houve uma forte contração. Mais frequentemente este declínio é atribuído a dois fatores: 1) instituição e posterior aumento da CPMF que encareceu exageradamente o custo de transação; e 2) persistência de altas taxas de juros que tornam os investimentos de renda variável menos atrativos *vis-à-vis* ativos de renda fixa. Este trabalho revê a experiência dos anos 90, fornecendo dados e elementos conceituais que sustentam a conclusão de que muito embora fatores conjunturais e de natureza macroeconômica constituam obstáculos ao desenvolvimento do mercado de capitais, sua remoção não é suficiente para garantir que tais mercados se desenvolvam. É necessário que também se considerem os entraves institucionais, tais como governanças corporativas (proteção a investidores minoritários), eficiência do sistema

judiciário, estrutura da indústria de *underwriting* etc. A solução destes problemas estruturais é fundamental, pois somente sua remoção pode promover um crescimento equilibrado e sustentado do mercado de capitais.

Este artigo está organizado da seguinte forma: a seção 2 analisa a evolução do mercado de capitais na década de 90 procurando apontar alguns fatos relevantes. A seção 3 contém uma discussão teórica sobre os custos e benefícios da abertura de capital. A seção 4 avalia os custos e benefícios da abertura de capital no Brasil, mostrando que os custos são significativos para todas as empresas, enquanto que apenas uma parcela reduzida obtém benefícios. A seção 5 apresenta evidências para a conjectura de que o problema de proteção ao minoritário é determinante na concentração dos benefícios. A seção 6 sumaria as conclusões.

2 A experiência dos anos 90

2.1 Florescimento

A década de 90 testemunhou o crescimento da importância relativa do mercado de capitais no Brasil. Uma série de mudanças no quadro macroeconômico e regulatório no início da década - estabilização da economia, abertura comercial, abertura para investimentos estrangeiros em bolsas etc. - tornou o mercado brasileiro mais atraente e acessível aos investidores internacionais. O resultado destas mudanças foi uma entrada significativa de investimentos externos direcionados ao mercado de capitais. A Tabela 1 mostra o movimento de capitais estrangeiros via Anexo IV (investimento direto em carteira de valores mobiliários por investidores institucionais estrangeiros) entre 1991 e 1999. A entrada líquida de capitais partiu de US\$ 386 milhões em 1991 para alcançar uma média anual de US\$ 3.3 bilhões entre 1993 e 1996. O saldo, no entanto, tornou-se negativo em 1998 (US\$ 2.4 bilhões) como reflexo da ameaça de crise cambial que se confirmou no início de 1999. Em 1999 há uma recuperação, com uma entrada líquida de US\$ 1.1 bilhão, valor ainda bastante aquém da média anterior à crise cambial de 1998/1999.

Tabela 1
Investimentos Externos - Anexo IV
(US\$ milhões)

Período	Ingresso	Retorno	Saldo
1991	428,4	96,1	386,3
1992	2.966,8	1.652,4	1.314,4
1993	14.614,1	9.136,5	5.477,6
1994	20.532,4	16.778,2	3.754,2
1995	22.026,6	21.498,4	528,3
1996	22.935,6	19.341,9	3.593,7
1997	32.191,9	30.576,8	1.615,1
1998	21.886,7	24.349,0	-2.462,3
1999	12.396,1	11.296,0	1.100,1
Total (1991-99)	150.032,7	134.725,2	15.307,4

Fonte: CVM.

O reflexo desta maciça entrada de capitais estrangeiros foi um crescimento expressivo no valor das ações e volumes negociados em bolsa.¹ Este movimento está ilustrado na Tabela 2, que contém dados anuais de *turnover*, capitalização bursátil e volume total negociados como proporção do PIB entre 1980 e 1998. A capitalização bursátil como proporção do PIB partiu de uma média de 8% nos anos 80, para atingir valores de até 33.5% em 1994, com uma média de 26.3% entre 1993 e 1998. O volume transacionado como proporção do PIB, que teve uma média de 2.7% entre 1980 e 1989, cresceu para um valor médio de 16.7% entre 1993 e 1998. Acompanhando a mesma tendência, o *turnover* partiu de uma média de 28% na década de 80, para atingir 64% entre 1993 e 1998, chegando a um máximo de 107% em 1998.

1 No Brasil não há mercado de ativos para a formação de preços de títulos de dívida. O sistema SETIP/SELIC é usado apenas para registro de transações. Por esta razão, concentramos a discussão no mercado acionário.

Tabela 2
Evolução do Mercado de Ações no Brasil: 1980-1999

Período	Capitalização Bursátil/PIB (%)	Volume total negociado/PIB (%)	Turnover (%)
1980	3,9	0,7	18.9
1981	4,9	0,5	10.4
1982	3,8	0,8	21.4
1983	8,0	1,6	18.2
1984	15,4	3,0	19.3
1985	20,3	4,8	23.6
1986	16,0	6,9	43.2
1987	6,0	2,1	34.6
1988	10,1	3,4	33.4
1989	10,7	3,3	31.3
1990	3,5	1,1	30.8
1991	11,2	2,2	19.6
1992	12,0	4,8	40.4
1993	22,7	8,8	38.8
1994	33,5	15,6	46.7
1995	20,9	11,3	53.9
1996	28,0	14,9	53.3
1997	31,6	26,9	85.0
1998	21,2	22,7	107.2
1999	30,9	12,1	39.0

Fonte: CVM.

Comparações internacionais também ilustram o aumento da importância relativa do mercado acionário brasileiro na década de 90.² A seguir comparamos nossas taxas de crescimento com a média e a mediana mundiais obtidas entre dois triênios: 1988-90 e 1994-1996. Em termos de Capitalização bursátil, o Brasil cresceu a uma taxa de 261% contra uma média mundial de 139% e mediana de 72%. Neste quesito ocupávamos a 33ª posição no período 1988-90, e passamos a ocupar a 28ª posição no período 1994-1996 (Tabela 3). No que se refere a valor transacionado, crescemos a uma taxa de 340% contra uma média de 350% e mediana de 163%, passando da 25ª para 20ª posição (Tabela 4). Finalmente, com respeito a *turnover*, crescemos a uma taxa de 28% contra uma média mundial de 89% e mediana de 50%, mudando da 9ª para 8ª posição (Tabela 5). A fraca classificação nos critérios de capitalização bursátil e valor transacionado como proporção do PIB reflete, em termos comparativos, a pouca importância do mercado acionário relativamente à economia brasileira.

2 Nestas comparações nos restringimos ao conjunto de 40 países usados por La Porta *et al.* (1997).

Tabela 3
Capitalização Bursátil sobre o PIB pelo Mundo (%)

Países	Média 1988-90	Rank	Média 1994-96	Ra
Malásia	95,4	5	279,8	1
África do Sul	138,3	2	195,7	2
Luxemburgo	266,0	1	188,1	3
Cingapura	101,1	4	175,2	4
Reino Unido	92,5	6	132,2	5
Suíça	80,3	7	128,7	6
Chile	36,1	14	119,3	7
Estados	59,7	8	95,9	8
Holanda	53,4	9	89,7	9
Filipinas	17,6	22	87,7	10
Austrália	45,4	12	84,9	11
Suécia	53,3	10	80,4	12
Tailândia	25,9	19	76,8	13
Japão	127,9	3	72,6	14
Canadá	48,3	11	67,8	15
Nova	27,5	17	54,9	16
Finlândia	24,3	20	41,5	17
Israel	12,4	26	41,2	18
Bélgica	39,7	13	39,8	19
Índia	10,5	29	37,9	20
Espanha	27,1	18	36,4	21
França	29,8	16	35,5	22
Dinamarca	31,2	15	35,3	23
Indonésia	3,2	38	33,2	24
Zimbabué	16,7	23	32,5	25
Noruega	20,9	21	32,1	26
México	10,0	30	31,7	27
Brasil	7,7	33	27,9	28
Colômbia	3,1	40	20,7	29
Portugal	16,0	25	19,5	30
Itália	16,4	24	19,4	31
Paquistão	6,5	35	18,4	32
Sri Lanka	8,1	31	17,8	33
Grécia	11,5	27	16,6	34
Turquia	6,7	34	15,1	35
Áustria	10,6	28	14,8	36
Egito	4,5	36	14,3	37
Argentina	3,1	39	13,8	38
Nigéria	4,4	37	9,6	39
Venezuela	7,9	32	8,7	40
	Média das taxas de crescimento		139%	
	Mediana das taxas de crescimento		72%	
	Taxa de crescimento para o Brasil		261%	

Tabela 4
Valor Transacionado sobre o PIB pelo Mundo (%)

Países	Média 1988-90	Rank	Média 1994-96	Rank
Malásia	17,1	7	145,7	1
Cingapura	38,9	3	77,2	2
Estados Unidos	35,0	4	74,0	3
Holanda	22,8	5	66,3	4
UK	45,3	2	47,2	5
Suécia	9,0	12	45,9	6
Austrália	14,2	9	38,0	7
Tailândia	18,2	6	38,0	8
Canadá	14,2	8	35,4	9
Japão	79,9	1	25,0	10
Filipinas	3,6	23	24,1	11
Turquia	1,6	31	22,4	12
Espanha	8,6	14	22,2	13
França	9,2	11	21,6	14
Israel	8,3	15	17,6	15
Dinamarca	8,8	13	17,1	16
África do Sul	7,0	17	15,7	17
Noruega	9,9	10	15,5	18
Finlândia	5,4	19	15,5	19
Brasil	3,5	25	15,3	20
México	3,5	24	14,9	21
Chile	2,8	27	13,9	22
Nova Zelândia	4,7	20	13,8	23
Áustria	7,5	16	9,5	24
Itália	4,1	22	9,3	25
Indonésia	1,3	32	9,3	26
Bélgica	4,5	21	6,9	27
Paquistão	0,5	34	6,9	28
Índia	6,1	18	6,8	29
Peru	0,3	36	6,3	30
Grécia	2,0	28	5,8	31
Portugal	2,8	26	5,5	32
Sri Lanka	0,3	37	2,9	33
Zimbabué	0,5	35	2,5	34
Argentina	1,2	33	2,4	35
Colômbia	0,2	39	2,1	36
Egito	0,2	38	2,1	37
Luxemburgo	1,8	29	2,1	38
Venezuela	1,7	30	1,4	39
Nigéria	0,0	40	0,1	40
	Média das taxas de crescimento		350%	
	Mediana das taxas de crescimento		163%	
	Taxa de crescimento para o Brasil		340%	

Tabela 5
Turnover pelo Mundo

Países	Média 1988-90	Rank	Média 1994-96	Rank
Turquia	0,17	25	1,57	1
Estados Unidos	0,59	5	0,76	2
Holanda	0,40	10	0,73	3
Áustria	0,79	2	0,65	4
França	0,31	16	0,62	5
Espanha	0,32	14	0,58	6
Suécia	0,17	26	0,58	7
Brasil	0,43	9	0,54	8
Canadá	0,29	17	0,52	9
Malásia	0,17	24	0,51	10
Itália	0,25	19	0,49	11
Tailândia	0,71	3	0,49	12
Dinamarca	0,27	18	0,48	13
México	0,36	12	0,47	14
Noruega	0,46	8	0,47	15
Austrália	0,32	15	0,44	16
Cingapura	0,39	11	0,43	17
Israel	0,86	1	0,41	18
Paquistão	0,08	31	0,39	19
Finlândia	0,22	21	0,38	20
Reino Unido	0,49	7	0,36	21
Grécia	0,14	29	0,35	22
Japão	0,62	4	0,35	23
Portugal	0,17	27	0,28	24
Indonésia	0,25	20	0,27	25
Filipinas	0,20	22	0,27	26
Nova Zelândia	0,18	23	0,25	27
Índia	0,57	6	0,18	28
Argentina	0,34	13	0,18	29
Bélgica	0,11	30	0,17	30
Venezuela	0,15	28	0,16	31
Egito	0,05	34	0,15	32
Sri Lanka	0,03	37	0,14	33
Chile	0,08	32	0,12	34
Colômbia	0,06	33	0,10	35
África do Sul	0,05	35	0,08	36
Zimbabué	0,04	36	0,08	37
Nigéria	0,01	38	0,01	38
Luxemburgo	0,01	39	0,01	39

Média das taxas de crescimento	89%
Mediana das taxas de crescimento	50%
Taxa de crescimento para o Brasil	28%

O movimento descrito acima teve o seu impacto sobre a valorização das ações, tal como ilustrado pela evolução do índice preço-lucro da BOVESPA no período 1990-1998 (Tabela 6). Tal índice partiu de 3.6 em 1991, crescendo monotonicamente até 1996 quando atingiu 34. Como reflexo das crises asiática, russa e brasileira, este índice caiu expressivamente em 1997 e 1998 para 12.5 e 15.2, respectivamente, valores próximos aos de 1994, ainda assim bastante superiores aos do início da década.

Tabela 6
Índice Preço-Lucro: 1990-1998
(BOVESPA)

1990	3,6
1991	7,8
1992	8,8
1993	8,4
1994	12,6
1995	26,9
1996	34,0
1997	12,5
1998	15,2

Fonte: FIBV.

O florescimento do mercado secundário teve correspondente no mercado primário: o valor das emissões de papéis por empresas de capital aberto cresceu significativamente nos anos 90. A Tabela 7 mostra o volume de emissões de ações, debêntures e notas promissórias para o período 1980-98. O volume de emissões de ações partiu de uma média anual de US\$ 564.7 milhões no período 1980-89 para alcançar um valor médio de US\$ 1.89 bilhões no quinquênio 1993-98. Com respeito à emissão de debêntures, o volume de emissões aumentou de uma média anual de US\$ 979 milhões no período 1980-89 para US\$ 6.4 bilhões no quinquênio 1993-98. Uma comparação internacional provida na Tabela 8, no entanto, indica que a emissão de ações como proporção da formação bruta de capital fixo é bastante modesta: em 1996 somou apenas 0,78% (arredondado para 1% na tabela). Neste mesmo ano os Estados Unidos e o Reino Unido apresentavam 17%; Chile e Malásia, 14%; Índia, 11%; Indonésia e Filipinas, 8% e Colômbia, França, Hungria e Quênia, 5%.

Tabela 7
Emissões Primárias no Brasil: 1980-1999
(nominal e como proporção da formação bruta de capital fixo)

Ano	Debêntures		Ações	
	US\$ mi	%	US\$ mi	%
1980	288	(0,54)	649	(1,21)
1981	1.735	(2,86)	290	(0,48)
1982	1.752	(2,90)	469	(0,78)
1983	696	(1,89)	249	(0,68)
1984	299	(0,85)	530	(1,50)
1985	115	(0,30)	585	(1,55)
1986	139	(0,27)	1.198	(2,34)
1987	27	(0,04)	390	(0,59)
1988	3.253	(4,34)	529	(0,71)
1989	1.485	(1,34)	758	(0,68)
1990	916	(0,95)	775	(0,81)
1991	1.011	(1,37)	602	(0,82)
1992	339	(0,47)	943	(1,31)
1993	3.843	(4,55)	841	(1,00)
1994	3.304	(2,91)	2.259	(1,99)
1995	7.574	(5,24)	2.112	(1,46)
1996	8.289*	(5,60)	1.152	(0,78)
1997	6.922	(4,31)	3.500	(2,18)
1998	8.674	(5,85)	3.484	(2,35)
1999	3.621		1.459	

* Exclui emissão do Banco do Brasil no valor de US\$ 8 bilhões

Fonte: CVM.

Tabela 8
Emissão de Ações como Proporção da Formação Bruta de Capital Fixo
(1996)

País	Emissão de ações sobre formação bruta de capital	País	Emissão de ações sobre formação bruta de capital
África do Sul	0,30	França	0,05
Holanda	0,18	Hungria	0,05
Estados Unidos	0,17	Quênia	0,05
Reino Unido	0,17	Alemanha	0,04
Austrália	0,15	Bahrain	0,04
República Tcheca	0,15	Coréia	0,04
Chile	0,14	Noruega	0,04
Malásia	0,14	Sri Lanka	0,04
Índia	0,11	Turquia	0,04
Jordânia	0,11	Dinamarca	0,03
Nova Zelândia	0,10	Finlândia	0,03
Omã	0,10	Grécia	0,03
Canadá	0,09	Irã	0,03
Eslovênia	0,09	Israel	0,03
Marrocos	0,09	Portugal	0,03
Suécia	0,09	Bangladesh	0,02
Filipinas	0,08	Itália	0,02
Indonésia	0,08	Peru	0,02
Nigéria	0,08	Brasil	0,01*
Gana	0,07	Áustria	0,01
Paquistão	0,07	México	0,01
Tunísia	0,07	Polônia	0,01
Bélgica	0,06	Bulgária	0,00
Tailândia	0,06	Eslováquia	0,00
Zimbabué	0,06	Panamá	0,00
Colômbia	0,05	Uruguai	0,00

Fonte: Rajan, Raghuram G. & Zingales, Luigi (1999).

Fontes primárias: FIBV e FMI (International Financial Statistics).

*Exclui emissão do Banco do Brasil no valor de US\$ 8 bilhões.

2.2 Contração

Como mostrado acima, o final da década de 1990 caracteriza um declínio nos índices de performance do mercado de capitais. Isto é frequentemente associado às crises cambiais na Ásia, Rússia e Brasil. Como consequência destas crises tivemos um longo período de taxas de juros reais extremamente altas, o que desestimulou o investimento em ativos de renda variável.

Adicionalmente, a necessidade de ajuste fiscal determinou um aumento da CPMF que, por sua vez, também prejudicou o desempenho do mercado de capitais. Neste artigo não negamos a importância destes fatores. No entanto, queremos argumentar que também há fatores estruturais subjacentes a esta crise e que as conseqüências destes fatores já se faziam sentir há muito.

Um indicador importante para captar a superficialidade da expansão descrita na seção anterior é a evolução do número de empresas de capital aberto. Paradoxalmente, o grande florescimento do mercado de capitais nos anos 90 foi acompanhado por uma redução monotônica do número de empresas listadas no País. A Tabela 9 contém o número de empresas listadas na BOVESPA³ de 1970 a 1999. Este número cresceu expressivamente na década de 70, de 200 empresas em 1970 para 404 em 1979. O crescimento na década de 80 foi mais moderado, atingindo 592 empresas em 1989. No entanto, desde 1990 este número tem caído monotonicamente, fechando 1999 com apenas 487

Tabela 9
Empresas Listadas na BOVESPA

Ano	Número de Empresas	Ano	Número de Empresas
1970	200	1985	541
1971	337	1986	592
1972	381	1987	590
1973	395	1988	589
1974	398	1989	592
1975	362	1990	579
1976	387	1991	570
1977	452	1992	565
1978	399	1993	551
1979	404	1994	549
1980	426	1995	547
1981	488	1996	554
1982	493	1997	545
1983	506	1998	535
1984	522	1999	487

Fonte: BOVESPA.

3 É mínima a diferença entre o número de empresas listadas na BOVESPA e o número total de empresas listadas no País.

A tendência à queda no número de empresas não se restringe apenas às listadas em bolsa, mas a todo segmento de empresas abertas (incluindo também empresas que emitem apenas títulos de dívida). A Tabela 10 mostra o número de empresas com registro na CVM entre 1980 a 1998. Observa-se que há um total de 1.075 empresas para o período de 1980-84, que declina para 850 no período de 1990-1995. No quinquênio seguinte esta tendência reverte-se, chegando a 1.047 empresas em 1998. No entanto, a reversão observada entre 1995 e 1998 é ilusória. Muitas das empresas criadas no período eram empresas estatais e consórcios ligados à privatização, empresas que abriram para a emissão de ADRs, empresas de securitização e *leasing*, e empresas que não fizeram emissão superior a R\$ 1 milhão. A Tabela 11 (extraída de Rocca e carvalho, 1999) refaz o cômputo do número de empresas de capital aberto descontando as empresas acima referidas, e indica que o número de empresas abertas do setor produtivo reduziu-se, de fato, em 34 no período entre 1994 e 1998. Portanto, o aumento do número de empresas abertas registrado no período em questão (Tabela 9) é apenas aparente. Finalmente, entre 1998 e 1999 o número de empresas com registro na CVM caiu de 1.047 para 1.029. Ainda na Tabela 10 registramos o reduzidíssimo número de empresas que abriram seu capital por emissão primária de ações (IPO's). Entre 1994 e 1999 apenas 29 IPOs foram registrados, com um pico de 9 em 1995.

Tabela 10
Empresas de Capital Aberto

Período	Número de Empresas	Número de IPOs
1980/84	1075	
1985/89	985	
1990/95	850	
1992	860	
1993	839	
1994	845	6
1995	874	9
1996	925	6
1997	946	5
1998	1.047	2
1999	1.029	1

Fonte: CVM.

IPOs foram identificadas como empresas que abriram o capital com emissão primária de ações e registro em bolsa.

Tabela 11
Análise da Evolução da Abertura e Fechamento de Capital
de Empresas do Setor Produtivo: 1994-1998

1- Empresas que abriram capital entre 1994 e 1998	367
2- Empresas fecharam capital entre 1994 e 1998 e que abriram depois de 1994	23
A – Aumento do número de empresas (1 menos 2)	344
B – Empresas sem emissões*	165
C – Empresas com emissões**	179
C.1 – Empresas de <i>Leasing</i>	19
C.2 – Empresas de Securitização	19
C.3 – Empresas estatais e consórcios ligados a privatização	29
C.4 – Empresas com emissão de ADRs	13
D – Saldo (C - C1 - C2 - C3 - C4)	99
E – Fechamento de Empresas do Setor Produtivo registradas antes de 1994	133
F – Variação do estoque de empresas do setor produtivo (D - E)	-34

* Não registraram qualquer emissão ou fizeram emissões de valor inferior a R\$ 1 milhão.

** Registraram emissões (ações, debêntures, notas promissórias, bônus de subscrição e ADR) de valor superior a R\$ 1 milhão.

Fonte: CVM: extraída de Rocca e Carvalho (1999).

Uma comparação internacional do número de empresas listadas ilustra a fraca performance brasileira (Tabela 12). Consideramos nossas taxas de crescimento com relação à média e à mediana mundiais obtidas entre dois triênios: 1988-90 e 1994-1996. O número de empresas evoluiu a uma taxa de -7% contra uma média mundial de 31% e uma mediana de 17%, passando da 10^a posição no triênio 1988-90 para a 13^a posição no triênio 1994-96. É interessante observar a disparidade entre os diversos países: no Canadá, Coréia, Estados Unidos, Israel, Malásia, Paquistão, Reino Unido e Tailândia houve um aumento expressivo do número de empresas. Já na África do Sul, Índia, Dinamarca, Espanha, França e México o número de empresas caiu. A seguir discutimos as possíveis razões para a queda do número de empresas abertas.

Tabela 12
Número de Empresas Listadas por Países

Países	Média 1988-90	Rank	Média 1994-96	Rank
Estados Unidos	6.669	1	7.947	1
Índia	6.003	2	5.270	2
Japão	2.019	3	2.267	3
Reino Unido	1.923	4	2.194	4
Canadá	1.145	6	1.215	5
Austrália	1.242	5	1.185	6
Paquistão	444	13	757	7
Coréia	599	9	727	8
Egito	522	12	697	9
Israel	248	19	649	10
África do Sul	745	7	635	11
Alemanha	550	11	592	12
Brasil	587	10	546	13
Malásia	257	18	543	14
França	631	8	532	15
Tailândia	177	28	420	16
Espanha	406	14	366	17
Chile	211	22	282	18
Holanda	268	16	250	19
Itália	216	21	239	20
Indonésia	69	41	236	21
Dinamarca	269	15	234	22
Peru	262	17	232	23
Suíça	173	31	228	24
Suécia	178	26	227	25
Sri Lanka	176	30	225	26
Cingapura	139	33	225	27
Grécia	128	34	217	28
Filipinas	146	32	203	29
Turquia	70	40	203	30
México	202	23	195	31
Nigéria	115	36	180	32
Portugal	178	27	174	33
Nova Zelândia	237	20	167	34
Colômbia	83	38	164	35
Argentina	181	25	151	36
Noruega	121	35	147	37
Bélgica	184	24	146	38
Áustria	84	37	109	39
Venezuela	66	42	89	40
Finlândia	72	39	70	41
Zimbabué	55	43	64	42
Luxemburgo	177	29	58	43
	Média das taxas de crescimento		31%	
	Mediana das taxas de crescimento		17%	
	Taxa de crescimento para o Brasil		-7%	

3 Incentivos para a abertura de capital

Como mencionado na seção anterior, um dado essencial para compreender o desempenho insatisfatório do mercado acionário no Brasil é a redução do número de empresas abertas. Para se entender a evolução do número de empresas é necessário discutir as motivações para abertura/fechamento do capital, i.é., uma análise custo-benefício. Nesta seção (baseada em Pagano, Paneta e Zingales, 1995), apresentamos os principais custos e benefícios da abertura de capital.

Benefícios

Na literatura encontramos as seguintes vantagens da abertura de capital:

Maior facilidade para a obtenção de fundos: uma das principais vantagens da abertura de capital é o acesso a fontes de fundos que não bancos. Empresas necessitando de grandes volumes de fundos podem estar sujeitas a altas taxas de juros ou restrições de crédito. A emissão de ações pode aliviar tais restrições.

Liquidez: ações de empresas abertas podem ser negociadas em bolsas, o que é barato para pequenos acionistas que desejam fazer transações em curtos períodos. Liquidez para acionistas a baixos custos proporciona maiores preços para as ações da empresa e, conseqüentemente, menor custo de capital.

Aumento do poder de barganha com bancos: um outro problema que as empresas enfrentam com os bancos é que estes podem obter vantagens (altas taxas de juros) devido à informação privilegiada que têm acerca da qualidade creditícia de seus clientes. Por meio da disseminação de informação para o mercado em geral, as empresas atraem competição para seus credores, assegurando menor custo de capital e maiores volumes de recursos.

Diversificação de portfólio: a decisão de abrir o capital permite que os acionistas iniciais da empresa diversifiquem seus portfólios, que em geral são fortemente carregados na empresa que detêm. Isto pode ser obtido por dois modos: venda direta de ações ou indiretamente. Nesta segunda opção a empresa levanta fundos por meio da emissão de ações e posteriormente diversifica seu risco comprando ações de outras empresas.

Troca de controle: abrir o capital pode ser um primeiro passo dentro de uma estratégia ótima de venda de uma empresa. A venda de uma parcela inicial das ações de uma empresa pode aumentar o valor de venda do bloco restante de ações.

É importante notar que os benefícios descritos acima dependem largamente da liquidez das ações das empresas, i.e., da possibilidade de os investidores negociarem volumes significativos de ações sem que com isto alterem significativamente o preço destas. Ações com baixa liquidez devem oferecer aos investidores um prêmio que as torne atrativas (menor preço). Deste modo, baixa liquidez se reflete em baixa avaliação de mercado (ou equivalentemente alto custo de capital), desestimulando a empresa a captar recursos no mercado. Alta liquidez também atrai atenção de analistas que geram e disseminam informações sobre a empresa etc.

Custos da abertura de capital

Underpricing: um dos mais sérios obstáculos à abertura de capital é que o lote de ações inicialmente distribuídas precisa ser ofertado a um preço em média inferior ao preço de fechamento no primeiro dia em que a ação é transacionada, i.e., as ações geralmente são vendidas com um desconto. Este fenômeno (denominado *underpricing*) tem sido constatado em vários países. Várias teorias sugerem que o *underpricing* é natural, pois os agentes que vendem as ações possuem informação superior à dos investidores que as compram. Assim sendo, o *underpricing* aparece como um prêmio que investidores com informação inferior exigem para transacionar com agentes com informação superior. O *underpricing* é um fenômeno relacionado à distribuição inicial das ações e, portanto, depende da eficiência da indústria de *underwriting* e do nível de incerteza no referente às empresas emissoras.

Despesas administrativas: além do *underpricing* inicial, a abertura de capital implica alguns custos diretos tais como: comissão do *underwriter*, taxas de registro etc. Adicionalmente, deve-se considerar gastos periódicos tais como despesas regulares com auditores, publicação de informações contábeis, e taxas cobradas pela CVM e bolsas de valores etc. Muitas destas despesas não crescem proporcionalmente com o valor da emissão inicial e, portanto, pesam relativamente mais para pequenas empresas.

Perda de confidencialidade: o *status* de companhia aberta exige a divulgação, para o mercado, de informações cuja confidencialidade pode ser importante para a competitividade da empresa. Este padrão de informação também expõe as empresas a uma maior vigilância por parte das autoridades fiscais, reduzindo o espaço para evasão fiscal.

4 Custos e benefícios no Brasil

4.1 Benefícios para poucos

Aparentemente, durante os anos 90 houve uma escalada nos indicadores de liquidez e performance do mercado primário. Como visto anteriormente tal movimento deveria incentivar a abertura de capital, o que não se verificou. Nesta seção mostramos que a chave desta aparente contradição reside na extrema concentração do mercado de capitais: apenas uma parcela reduzida de empresas de fato se beneficiou do crescimento do mercado nos anos 90. Abaixo apresentamos alguns indicadores do nível de concentração e sua evolução.

O primeiro indicador que consideramos é o índice de concentração da FIBV, que mede a porcentagem do valor transacionado e que corresponde a 5% das maiores empresas listadas (Tabela 13). Este índice mostra que a BOVESPA foi a 6ª bolsa mais concentrada no período 1996-98. Contudo, observamos que esta concentração se reduziu de uma média de 83,4% no período 1991-93 para 75,7% no período 1996-1998. Isto parece indicar uma importante desconcentração, principalmente quando se considera que, para a grande maioria das bolsas, o índice de concentração de valor transacionado aumentou significativamente entre os dois períodos. Observando o comportamento do índice de concentração do FIBV para a BOVESPA durante os anos 90 (Tabela 14) de fato observamos uma tendência à queda. O grande problema do índice de concentração do FIBV, contudo, é ater-se a apenas 5% das empresas, o que, no caso da BOVESPA, corresponde a 27/28 empresas.

Procuramos desenvolver outros indicadores que propiciam uma visão mais acurada da liquidez do mercado brasileiro. Primeiro consideramos o número de dias em que cada empresa é negociada num período de 271 dias (Julho 1997 a Julho 1998). Conforme documentado na Tabela 15, apenas 19 empresas, ou 4,1% do total de 463 empresas negociadas naquele período, apresentaram liquidez diária. Somente 20% das empresas foram transacionadas em mais de 240 dias (aproximadamente 90% dos pregões). Cerca de 50% das empresas foram transacionadas em menos de 25% dos pregões. Algumas empresas sequer foram negociadas no período e, portanto, não aparecem nestes números. Isto mostra que apenas uma parcela muito pequena das empresas apresenta o mínimo de liquidez.

Tabela 13
Concentração do Mercado - Valor Transacionado (%)*
Índice FIBV

Bolsa	1991-1993 (média)		1996-1998 (média)	
	concentração	Rank	concentração	rank
Bolsa Alemã	84.5	1	85.8	1
Madri	66.8	6	85.1	2
Austrália	80.5	3	79.5	3
Buenos Aires	50.2	16	78.1	4
Nasdaq	59.1	9	76.9	5
São Paulo	83.4	2	75.7	6
Lima			75.2	7
Nova Zelândia	68.1	4	71.3	8
Paris	67.7	5	70.4	9
Copenhague	50.3	15	66.7	10
Londres	37.8	25	66.3	11
Itália	56.2	10	65.3	12
Suíça			64.9	13
Amsterdã	51.3	13	64.2	14
Hong Kong	51.7	12	63.8	15
Estocolmo	51.3	14	63.6	16
Santiago	61.5	8	63.2	17
Telavive	38.3	24	63.1	18
Lisboa			60.5	19
México	37.6	26	56.7	20
Irlanda			55.6	21
Joanesburgo			53.0	22
Liubliana			52.7	23
Toronto	61.6	7	51.7	24
NYSE			50.4	25
Jakarta			49.5	26
Tóquio	41.6	20	49.3	27
Bruxelas	41.2	21	48.1	28
Luxemburgo	23.0	27	48.1	29
Viena	44.5	19	47.7	30
Atenas			47.4	31
Tailândia	48.0	18	45.3	32
Helsinque	55.1	11	44.0	33
Oslo	48.8	17	42.2	34
Kuala Lumpur	20.4	29	38.0	35
Filipinas			37.6	36
Istambul	39.9	22	37.2	37
Coréia	39.8	23	34.9	38
Cingapura	10.0	30	33.5	39
Taiwan	22.7	28	33.3	40
Varsóvia		41	22.9	41

* Volume de transação das 5% maiores empresas dividido pelo volume total de negociações.

Fonte: FIBV.

Tabela 14
Concentração do Mercado - BOVESPA: 1990-99 (%)
Índice FIBV

Período	Concentração da Capitalização Bursátil*	Concentração do Volume de Transações**	Número de Empresas
1990	52	49	27
1991	64	86	27
1992	62	84	27
1993	72	81	28
1994	65	75	27
1995	66	82	27
1996	70	77	28
1997	74	76	27
1998	61	73	26

*Capitalização bursátil das 5% maiores companhias dividido pela capitalização total de mercado.

**Volume de transação das 5% maiores empresas dividido pelo volume total de negociações.

Fonte: FIBV.

Adicionalmente, procuramos observar a evolução da concentração do mercado acionário tomando como indicador o número de transações por empresas durante o período 1990-99. Uma das vantagens deste indicador é não ser sensível a fatores como inflação e taxa de câmbio. A Tabela 16 e o Gráfico 1 contêm a concentração para as 10, 20, 30 etc. empresas mais transacionadas em pregões no País de 1990 a 1999. Observamos que a tendência a desconcentração registrada pelo índice do FIBV se verifica quando consideramos a proporção das transações correspondente às 30 ou 40 empresas mais negociadas. Isto, no entanto, não se verifica quando consideramos as 80 empresas mais transacionadas. Por outro lado, quando consideramos as 100 empresas mais transacionadas, constatamos que a concentração vem aumentando quase que monotonicamente desde 1990.

Tabela 15
Distribuição por Número de Dias em que a Empresa foi Negociada
Período: 271 Pregões (Julho 1997 a Julho 1998)

Número de dias com negociação	Número de Empresas	Porcentagem do total	Porcentagem Acumulada
271	19	4.1	4.1
261-270	41	8,9	13.0
251-260	14	3.3	16.0
241-251	7	1,5	17.5
231-240	11	2.4	19.9
221-230	11	2.4	22.2
211-220	9	1.9	24.2
201-210	10	2.2	26.3
191-200	4	0.9	27.2
181-190	3	0.6	27.9
171-180	6	1.3	29.2
161-170	11	2.4	31.5
151-160	7	1.5	33.0
141-150	8	1.7	34.8
131-140	8	1.7	36.5
121-130	4	0.9	37.4
111-120	8	1.7	39.1
101-110	11	2.4	41.5
91-100	10	2.2	43.6
81-90	13	2.8	46.4
71-80	6	1.3	47.7
61-70	12	2.6	50.3
51-60	13	2.8	53.1
41-50	15	3.2	56.4
31-40	18	3.9	60.3
21-30	19	4.1	64.4
11-20	53	11.4	75.8
1-10	112	24.2	100.0

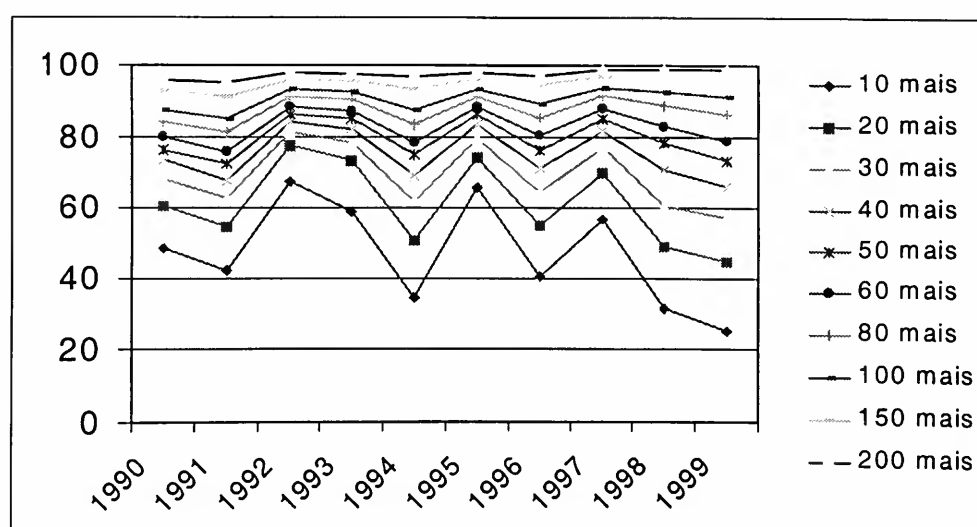
Tabela 16
Concentração do Número de Negócios por Empresa em Retrospectiva*

Nº de Empresas mais Negociadas	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
10	48.5	41.9	67.4	58.8	34.4	65.4	40.3	56.6	31.4	25.3
20	60.4	54.3	77.3	73.0	50.6	73.8	54.5	69.7	48.7	44.7
30	68.2	62.5	81.3	78.1	61.7	79.3	64.1	76.7	60.6	57.0
40	73.5	67.8	84.1	81.8	69.0	83.1	71.0	81.6	70.7	66.1
50	76.2	72.1	86.3	84.7	74.6	86.0	76.1	85.0	78.0	73.1
60	79.9	75.5	88.3	87.0	78.2	88.2	80.1	87.8	82.7	78.5
80	84.0	80.9	91.1	90.3	83.2	91.2	85.3	91.6	88.7	86.1
100	87.4	84.7	93.1	92.4	87.2	93.2	89.0	93.9	92.4	91.3
150	93.0	91.1	96.0	95.6	93.3	96.4	94.4	97.2	97.1	97.0
200	95.9	94.9	97.8	97.5	96.5	98.1	97.0	98.7	98.8	98.9
Concentração FIBV	49	86	84	81	75	82	77	76	73	71
Nº de Empresas Negociadas	524	544	517	516	509	488	471	484	487	447
Nº de Empresas Listadas	581	570	565	550	544	543	551	536	535	487
Nº de Transações no Ano (milhares)	1.528	948	1.966	2.232	1.464	1.476	935	1.920	1.322	1.881

* Número de vezes em que alguma ação da empresa é negociada em pregão durante o ano dividido pelo número total de negociações em pregão no ano.

Fonte: CNBV.

Gráfico 1
Concentração do Número de Negócios por Empresas em Retrospectiva



Fonte: CNBV.

O crescimento da concentração também se verificou nos mercados primários. A Tabela 17 contém dados anuais sobre o número de empresas emissoras e o valor médio das emissões de ações e debêntures para o período de 1993 a 1999. O valor médio das emissões, que foi de US\$ 53.2 milhões entre 1993 e 1995, cresceu para US\$ 162.4 milhões entre 1997 e 1999. No primeiro período 98 empresas emitiram ações, ao passo que no segundo período apenas 52. No mercado de debêntures, o valor médio das emissões passou de US\$ 90.3 milhões entre 1993 e 1995 para US\$ 128.1 milhões entre 1997 e 1999. No primeiro período, 163 empresas emitiram debêntures, no segundo período, 150. Portanto, a expansão do volume total de emissões primárias anteriormente descrito reflete apenas um aumento significativo do valor médio das emissões.

Tabela 17
Mercado Primário – Valor Médio das Emissões: 1993-1998

Ano	AÇÕES		DEBENTURES	
	Número de Emissores no Ano	Emissão Média (US\$ milhões)	Número de Emissores no Ano	Emissão Média (US\$ milhões)
1993	25	33.6	43	89.4
1994	46	49.1	38	86.9
1995	27	78.2	82	92.4
1996	23	50.1	86	96.4
1997	22	159.1	57	121.4
1998	20	174.2	57	152.2
1999	10	145.9	36	100.6

Fonte: CVM.

Sumariando, observamos que tanto o benefício da liquidez como o da obtenção de recurso via mercado primário ficaram restritos a um número reduzido de empresas. Adicionalmente, a concentração da liquidez acentuou-se na década de 90. Apenas uma parcela relativamente pequena das empresas de capital aberto beneficiou-se do crescimento expressivo do mercado de capitais.

4.2 Altos custos

Observamos na seção 3 que dentre os custos relevantes para a abertura de capital estão o *underpricing* na distribuição inicial de ações, as despesas administrativas e a perda de confidencialidade. A Tabela 18 (extraída de Rocca e Carvalho, 1999) reporta uma pesquisa

entre empresas de capital aberto. Uma amostra de 43 empresas indicou que os custos de manutenção (auditorias, publicações, relatórios etc.) são as principais desvantagens da abertura de capital: 62.8% citaram tais custos como a principal desvantagem (88.4% incluíram-nos entre as 6 desvantagens mais importantes). Fatores relacionados ao custo do capital próprio (subvalorização das empresas) aparecem em segundo lugar, com 11.6% dos respondentes listando-os como a principal desvantagem (60.5% incluíram-nos entre as 6 desvantagens mais importantes). Aspectos ligados à perda de confidencialidade (liberação de informações estratégicas para concorrentes quando estas são empresas fechadas e planejamento tributário) foram listados em primeiro lugar por 16.4% dos respondentes (49% a incluíram entre as 6 desvantagens mais importantes).

Tabela 18
Desvantagens da Abertura de Capital
(Pesquisa de Opinião Conduzida entre as Empresas de
Capital Aberto: 43 Participantes)

Desvantagens	Empresa que listaram em primeiro lugar (%)	Empresas que incluíram entre as 6 mais importantes (%)
Custo de manutenção	62.8	88.4
Preço das ações inferior ao valor companhia	11.6	60.5
Custos de <i>underwriting</i>	7.0	49.0
Elevado <i>underpricing</i> na colocação de ações	7.0	46.6
Planejamento tributário	7.0	28.0
Informações estratégicas a concorrentes	4.7	48.9
Concorrentes são empresas fechadas	4.7	32.7
Altos custo de títulos de dívida	2.3	32.5
Dividendos 10% maior para preferencialistas	2.3	18.6

Fonte: Rocca e Carvalho (1999).

A Tabela 19 contém dados sobre os custos de manutenção das empresas abertas coletados pela Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA). Os valores reportados são baseados em questionários respondidos pelas empresas. Como não há um controle ou descrição das características dos respondentes, os dados da Tabela 19 devem ser tomados apenas como ilustração de quão altos ou baixos estes custos podem ser. Ao câmbio de 1998, somente as despesas com publicações apresentavam um valor médio de US\$ 143 mil (para um mínimo de US\$ 5,41 mil e um máximo de US\$ 733 mil). Estas despesas correspondem a

aproximadamente 30% do custo total. Em parte isto se deve à obrigatoriedade de publicações no Diário Oficial, o que cria um monopólio e permite a prática de preços extorsivos.

Tabela 19
Custos de Manutenção de Capital Aberto (US\$ mil)
(Valores ao Câmbio de 1998)

	Mínimo	Máximo	Médio
Auditorias externas	4.15	331.46	79.56
Publicações	5.41	733.19	143.12
Anuidades de bolsas	1.72	34.86	12.03
Taxa de Fiscalização	3.69	132.88	22.70
Departamento de acionistas	3.08	542.34	57.86
Custos indiretos	3.08	496.12	120.20
Total	21.13	2,270.85	435.47

Baseado em questionários respondido pelas empresas. Não há informação sobre as características da amostra.
Fonte: ABRASCA.

As taxas de listagem em bolsa no Brasil são comparativamente caras. Por exemplo, na NASDAQ a anuidade é baseada no número de ações no mercado. No entanto, a anuidade máxima é US\$ 50 mil (fonte: site da NASDAQ, www.nasdaq.com). No Brasil não há teto para anuidade, que é estabelecida por faixas de capital social (conforme resolução CMN 2044/94 e CNBV 01/97). Por exemplo: uma empresa com capital de R\$ 400 milhões paga US\$ 35 mil. No entanto, esta anuidade para algumas empresas atinge valores tais como R\$ 1 milhão (anuidade da Eletrobrás em 2000).⁴

Pelo nosso conhecimento, não existem estudos disponíveis sobre o comportamento do *underpricing* durante a década de 90. Isto se deve ao número reduzido de IPOs (venda inicial de ações). A Tabela 20 contém dados sobre *underpricing* em 30 países. Os períodos em consideração variam de país para país. No caso brasileiro, o período é 1979 a 1990.⁵ Observamos que o Brasil apresenta o terceiro maior *underpricing* entre os 30 países. O retorno inicial para um investidor em uma oferta inicial (IPO) era de 78%. Isto significa que as

4 Recentemente, as normas com respeito à fixação de anuidades foi alterada, introduzindo a livre negociação entre empresas e bolsas.

5 Embora haja diferença entre períodos e tamanho de amostra considerados para os diversos países, a grande variação nos valores médios de *underpricing* são bastante ilustrativos das diferenças nos custos de abertura de capital entre os diversos países.

empresas que abriram o capital entre 1979 e 1990 no Brasil vendiam suas ações com um desconto de 44%, em média.⁶

Tabela 20
Média de Retornos Iniciais (*Underpricing*) para 30 Países

País	Tamanho da amostra	Período	Média do retorno inicial (%)
China	226	1990-96	388.0
Malásia	132	1980-91	80.3
Brasil	62	1979-90	78.5
Coréia	347	1980-90	78.1
Tailândia	32	1988-89	58.1
Portugal	62	1986-87	54.4
Grécia	79	1987-91	48.5
Taiwan	168	1971-90	45.0
Suíça	42	1983-89	35.8
Índia	98	1992-93	35.3
Espanha	71	1985-90	35.0
Suécia	251	1980-94	34.1
México	37	1987-90	33.0
Japão	472	1970-91	32.5
Cingapura	128	1973-92	31.4
Nova Zelândia	149	1979-91	28.8
Itália	75	1985-91	27.1
Chile	19	1982-90	16.3
Hong Kong	334	1980-96	15.9
Estados Unidos	13.308	1960-96	15.8
Reino Unido	2.133	1959-90	12.0
Austrália	266	1976-89	11.9
Alemanha	170	1978-92	10.9
Bélgica	28	1984-90	10.1
Finlândia	85	1984-92	9.6
Holanda	72	1982-91	7.2
Áustria	67	1964-96	6.5
Canadá	258	1971-92	5.4
Israel	28	1993-94	4.5
França	187	1983-92	4.2

Fonte: Loughran&Ritter&Rydqvist (1994)

6 Os 44% foram obtidos por meio da seguinte fórmula: $(1 - 1/1.78)$.

Nesta seção apresentamos alguns dados que apontam que : 1) os benefícios da abertura de capital são restritos a um número pequeno de empresas; e 2) muito embora a limitação de disponibilidade de dados não permita uma comparação rigorosa entre os custos de manutenção do capital aberto entre o Brasil e demais países, as informações disponíveis indicam que estes custos são expressivos e superiores ao necessário.

5 A fraca governança corporativa

O final da década de 90 caracteriza um declínio no mercado de capitais brasileiro. Este mesmo período também foi marcado por um desarranjo macroeconômico e várias crises internacionais (Ásia, Rússia e Brasil). Dentre as medidas usadas para solucionar o desequilíbrio macroeconômico estão as altas taxas de juros e o aumento da CPMF. É óbvio que tais medidas prejudicaram a performance do mercado de capitais. Isto sugere que tais elementos conjunturais são responsáveis pelo declínio do mercado de capitais e que a sua remoção é suficiente para revigorá-los. No entanto, juros altos e CPMF não podem explicar por que o número de empresas abertas vinha se reduzindo e o mercado se concentrando, uma vez que estes processos datam do início da década. Nesta seção apresentamos argumentos indicando que na raiz do declínio do mercado de capitais existem fatores estruturais, por exemplo, a fraca proteção a investidores minoritários.

Evidências recentes apontam que a configuração e a importância que os mercados de capitais assumem nos diversos países dependem fundamentalmente da qualidade da governança corporativa existente, i.e., da proteção dada aos investidores. La Porta *et al.* (1997, 1998 e 1999) mostram que países que oferecem maior proteção aos minoritários apresentam: 1) mercados acionários relativamente maiores; 2) menor grau de concentração da propriedade das empresas abertas; 3) maior número de companhias abertas (normalizado pelo tamanho da população); 4) maior número de IPOs (normalizado pelo tamanho da população). Adicionalmente, 5) as empresas captam mais recursos via mercado acionário; e 6) a avaliação de mercado das empresas, medidos por meio da relação entre valor patrimonial e valor de mercado, é comparativamente maior.

Gleaser, Johnson e Shleifer (2000) comparam as experiências da Polônia e República Checa nos anos 90: ambos os países apresentavam características semelhantes no início da década, até mesmo sistemas judiciários pouco eficientes. Na Polônia, a criação de uma comissão de valores imobiliários independente e com fortes poderes para garantir o respeito às leis (nos moldes da SEC) está associada a um rápido desenvolvimento do mercado acionário. Diferentemente, na República Checa poucas garantias a investidores são

acompanhadas de um mercado acionário moribundo. Somando a isto, Johnson (2000) discute a experiência do Neuer Markt alemão, onde a criação de um mercado acionário seletivo, com fortes regras de governança corporativa, *disclosure*, e *enforcement* provocou um movimento acelerado de abertura de capital.

A proteção dada a acionistas minoritários e credores se compõe de três elementos: conjunto de regras/leis (governança corporativa), disponibilização de um fluxo contínuo de informações relevantes que permitam aos minoritários e credores avaliar se seus direitos estão sendo observados (*disclosure*), e potencial que os agentes têm para fazer com que seus direitos legais sejam de fato observados (*enforcement*). A seguir apresentamos algumas dados comparando a proteção a investidores no Brasil com a de outros países.

La Porta *et al.* (1998) criaram um índice de proteção a acionista minoritários baseado nos direitos a voto dos acionistas. Este índice soma um ponto cada vez que um dos 5 critérios a seguir são obedecidos: 1) base legal para que acionistas votem em assembleias por meio de procurações; 2) direito a representação proporcional no conselho de administração; 3) direito a redimir ações pelo valor patrimonial quando certas decisões fundamentais - fusão, mudança de estatutos etc. - são tomadas (direitos de minorias oprimidas); 4) direito aos acionistas de subscrever novas emissões proporcionalmente ao capital detido; 5) porcentagem do capital necessário para convocar uma assembleia extraordinária (soma-se um ponto quando este percentual é menor que 10%). Portanto, este índice é um número inteiro entre zero e 5. A Tabela 21 mostra este índice para 49 países. O Brasil obtém 3 pontos. África do Sul, Canadá, Chile, Estados Unidos, Hong Kong, Índia, Paquistão, e Reino Unido obtêm 5 pontos. Ressaltamos, no entanto, que o índice em questão é arbitrário, atendo-se apenas a aspectos relativos aos mecanismos de votação. Como no caso brasileiro a maior parte das ações não carregam direito de voto, tal índice superestima a proteção de minoritários no Brasil.

La Porta *et al.* (1998) também desenvolveram um índice de proteção aos credores (Tabela 22). Este índice é baseado em 4 critérios: 1) restrições a que a firma detenha ativos dados como garantias de empréstimos em caso de concordata; 2) quando em caso de falência as dívidas com ativos dados em garantia têm senioridade sobre os demais interesses (tributos, dívidas trabalhistas, etc.); 3) existência de restrição para entrar em concordata (tal como permissão dos credores); e 4) quando um interventor indicado por um tribunal é responsável pela administração da firma em concordata. Também neste critério o Brasil apresenta uma fraca performance, somando apenas um ponto (32 países apresentam performance superior).

Tabela 21
Direitos dos Acionistas no Mundo

País	Procuração pelo Correio	Ações não são bloqueadas antes das assembléias	Representação proporcional	Minoria Oprimida	Direitos a subscrever novas emissões	Capital para convocar assembléia extraordinária (%)	Índice de direitos anticontroladores
África do Sul	1	1	0	1	1	.05	5
Canadá	1	1	1	1	0	.05	5
Chile	0	1	1	1	1	10	5
Estados Unidos	1	1	1	1	0	.10	5
Hong Kong	1	1	0	1	1	.10	5
Índia	0	1	1	1	1	.10	5
Paquistão	0	1	1	1	1	.10	5
Reino Unido	1	1	0	1	1	.10	5
Argentina	0	0	1	1	1	.05	4
Austrália	1	1	0	1	0	.05	4
Cingapura	0	1	0	1	1	10	4
Espanha	0	0	1	1	1	.05	4
Irlanda	0	1	0	1	1	10	4
Japão	0	1	1	1	0	.03	4
Malásia	0	1	0	1	1	.10	4
Noruega	1	1	0	0	1	.10	4
Nova Zelândia	1	1	0	1	0	.05	4
Brasil	0	1	0	1	0	.05	3
Colômbia	0	1	1	0	1	.25	3
Filipinas	0	1	1	1	0	aberto	3
Finlândia	0	1	0	0	1	10	3
Israel	0	1	0	1	0	10	3
Nigéria	0	1	0	1	0	10	3
Peru	0	1	1	0	1	.20	3
Portugal	0	1	0	0	1	.05	3
Quênia	0	1	0	1	0	.10	3
Sri Lanka	0	1	0	1	0	10	3
Suécia	0	1	0	0	1	10	3

(continua)

Tabela 21
Direitos dos Acionistas no Mundo
(continuação)

País	Procuração pelo Correio	Ações não são bloqueadas antes das assembléias	Representação proporcional	Minoria Oprimida	Direitos a subscrever novas emissões	Capital para convocar assembléia extraordinária (%)	Índice de direitos anticontradores
Taiwan	0	0	1	1	0	.03	3
Zimbabué	0	1	0	1	0	.05	3
Áustria	0	0	0	0	1	.05	2
Coréia do Sul	0	0	0	1	0	.05	2
Dinamarca	0	1	0	0	0	.10	2
Egito	0	1	0	0	0	.10	2
Equador	0	1	0	0	1	.25	2
Grécia	0	0	0	0	1	.05	2
Holanda	0	0	0	0	1	.10	2
Indonésia	0	1	0	0	0	.10	2
Suíça	0	0	0	0	1	10	2
Tailândia	0	1	1	0	0	.20	2
Turquia	0	1	0	0	0	10	2
Uruguai	0	0	0	1	1	.20	2
Alemanha	0	0	0	0	0	.05	1
Itália	0	0	0	0	1	.20	1
Jordânia	0	1	0	0	0	.25	1
México	0	0	0	0	1	.33	1
Venezuela	0	1	0	0	0	.20	1
Bélgica	0	0	0	0	0	.20	0

Fonte: La Porta & Lopez-de-Silanes & Shleifer (1998).

Tabela 22
Direitos dos Credores no Mundo

País	Cerceamento do direito à firma de reter ativos quando em concordatas	Senioridade dos Credores segurados em caso de falência	Restrições para entrar em concordata	Interventor em caso de concordata	Índice de direitos dos Credores
Cingapura	1	1	1	1	4
Egito	1	1	1	1	4
Equador	1	1	1	1	4
Hong Kong	1	1	1	1	4
Índia	1	1	1	1	4
Indonésia	1	1	1	1	4
Israel	1	1	1	1	4
Malásia	1	1	1	1	4
Nigéria	1	1	1	1	4
Paquistão	1	1	1	1	4
Quênia	1	1	1	1	4
Reino Unido	1	1	1	1	4
Zimbabué	1	1	1	1	4
África do Sul	0	1	1	1	3
Alemanha	1	1	1	0	3
Áustria	1	1	1	0	3
Coréia do Sul	1	1	0	1	3
Dinamarca	1	1	1	0	3
Nova Zelândia	1	0	1	1	3
Sri Lanka	1	0	1	1	3
Tailândia	1	1	0	1	3
Bélgica	1	1	0	0	2
Chile	0	1	1	0	2
Espanha	1	1	0	0	2
Holanda	0	1	1	0	2
Itália	0	1	1	0	2
Japão	0	1	0	1	2
Noruega	0	1	1	0	2
Suécia	0	1	1	0	2

(continua)

Tabela 22
Direitos dos Credores no Mundo
(continuação)

País	Cerceamento do direito à firma de reter ativos quando em concordatas	Senioridade dos Credores segurados em caso de falência	Restrições para entrar em concordata	Interventor em caso de concordata	Índice de direitos dos Credores
Taiwan	1	1	0	0	2
Turquia	0	1	1	0	2
Uruguai	0	1	0	1	2
Argentina	0	1	0	0	1
Austrália	0	1	0	0	1
Brasil	0	0	1	0	1
Canadá	0	1	0	0	1
Estados Unidos	0	1	0	0	1
Finlândia	0	1	0	0	1
Grécia	0	0	0	1	1
Irlanda	0	1	0	0	1
Portugal	0	1	0	0	1
Suíça	0	1	0	0	1
Colômbia	0	0	0	0	0
Filipinas	0	0	0	0	0
França	0	0	0	0	0
México	0	0	0	0	0
Peru	0	0	0	0	0

Fonte: La Porta & Lopez-de-Silanes & Shleifer (1998).

A proteção a minoritários e credores depende fortemente da qualidade das informações disponíveis (*disclosure*). A Tabela 23 contém o índice de qualidade dos padrões contábeis produzido pelo *Center for International Financial Analysis & Research* que servem como medida de *disclosure*. Este índice se baseia na omissão ou inclusão nos demonstrativos financeiros e relatórios de 90 itens (o ano no qual o índice se baseia é 1990). A maior nota é obtida pela Suécia (83 pontos) seguida por Reino Unido (78), Cingapura (58), Finlândia (77), Malásia (76), Austrália (75). O Brasil obtém 54 pontos, ficando a frente apenas do Chile (52), Turquia (51), Colômbia (50), Argentina (45), Venezuela (40), Peru (38), Portugal (36), Uruguai (31) e Egito (24). Estes dados mostram que a qualidade dos padrões contábeis adotados no Brasil é bastante baixa.

Tabela 23
Padrões Contábeis no Mundo*
(nota máxima: 90 pontos)

País	Nota	País	Nota
Suécia	83	Alemanha	62
Reino Unido	78	Coréia	62
Cingapura	78	Dinamarca	62
Finlândia	77	Itália	62
Malásia	76	Bélgica	61
Austrália	75	México	60
Canadá	74	Nigéria	59
Noruega	74	Índia	57
Estados Unidos	71	Grécia	55
África do Sul	70	Áustria	54
Nova Zelândia	70	Brasil	54
França	69	Chile	52
Hong Kong	69	Turquia	51
Suíça	68	Colômbia	50
Filipinas	65	Argentina	45
Formosa	65	Venezuela	40
Japão	65	Peru	38
Espanha	64	Portugal	36
Holanda	64	Uruguai	31
Israel	64	Egito	24
Tailândia	64		

* Este índice foi criado examinando os demonstrativos financeiros e publicações das empresas em 1990. O número de pontos é determinado pela inclusão ou omissão de 90 itens.

Fonte primária: International Accounting and Auditing Trends, Center for International Financial Analysis & Research.

Extraído de La Porta & Lopez-de-Silanes & Shleifer (1998).

Com respeito à qualidade do *enforcement*, consideramos dois indicadores. O primeiro é a avaliação da eficiência e integridade do sistema judiciário, particularmente com respeito a empresas estrangeiras feita pela *Business International Corporation*. Este índice, reportado na Tabela 24, assume valores entre 0 e 10 e representa a média entre 1980 e 1983. O Brasil obtém 5.75, nota superior apenas às obtidas por Portugal (5.5), Paquistão (5), Filipinas (4.75), Turquia (4), Tailândia (3.25), e Indonésia (2.5). O segundo indicador é a avaliação da corrupção no governo produzido pelo *International Country Risk Guide* (Tabela 25). Tal índice também assume valores entre 0 e 10 e baseia-se nas médias dos meses de abril e outubro entre 1982 e 1995. O Brasil obtém a nota 6.35 contra uma mediana de 7.27. Estes índices confirmam a percepção de que a possibilidade de que os indivíduos no Brasil possam recorrer ao judiciário ou ao governo para fazer com que seus direitos sejam respeitados é restrita.

As evidências acima indicam um baixo nível de proteção para investidores minoritários no Brasil. As evidências internacionais indicam que esta baixa proteção é uma das causas do baixo desempenho do nosso mercado de capitais. Portanto, a melhoria da proteção a investidores pode ser uma fonte para a promoção do mercado de capitais.

Tabela 24
Eficiência do Sistema Judiciário no Mundo*
(Escala: 0 a 10)

País	Nota	País	Nota
Austrália	10,00	Colômbia	7,25
Dinamarca	10,00	Nigéria	7,25
Estados Unidos	10,00	Grécia	7,00
Finlândia	10,00	Sri Lanka	7,00
Holanda	10,00	Formosa	6,75
Hong Kong	10,00	Itália	6,75
Israel	10,00	Peru	6,75
Japão	10,00	Egito	6,50
Noruega	10,00	Uruguai	6,50
Nova Zelândia	10,00	Venezuela	6,50
Reino Unido	10,00	Equador	6,25
Cingapura	10,00	Espanha	6,25
Suécia	10,00	África do Sul	6,00
Suíça	10,00	Argentina	6,00
Áustria	9,50	Coréia	6,00
Bélgica	9,50	México	6,00
Canadá	9,25	Brasil	5,75
Alemanha	9,00	Quênia	5,75
Malásia	9,00	Portugal	5,50
Irlanda	8,75	Paquistão	5,00
Jordânia	8,66	Filipinas	4,75
França	8,00	Turquia	4,00
Índia	8,00	Tailândia	3,25
Zimbabué	7,50	Indonésia	2,50
Chile	7,25		

*Avaliação da eficiência e integridade do sistema judiciário, particularmente com respeito a empresas estrangeiras (médias entre 1980-1983).

Fonte primária: Business International Corporation.

Extraído de La Porta & Lopez-de-Silanes & Shleifer (1998).

Tabela 25
Corrupção no Mundo*
(Escala: 0 a 10)

País	Nota	País	Nota
Canadá	10,00	Formosa	6,85
Dinamarca	10,00	Brasil	6,32
Finlândia	10,00	Itália	6,13
Holanda	10,00	Argentina	6,02
Noruega	10,00	Jordânia	5,48
Nova Zelândia	10,00	Zimbabué	5,42
Suécia	10,00	Chile	5,30
Suíça	10,00	Coréia	5,30
Reino Unido	9,10	Equador	5,18
França	9,05	Tailândia	5,18
Alemanha	8,93	Turquia	5,18
África do Sul	8,92	Colômbia	5,00
Bélgica	8,82	Sri Lanka	5,00
Estados Unidos	8,63	Uruguai	5,00
Áustria	8,57	Quênia	4,82
Austrália	8,52	México	4,77
Hong Kong	8,52	Peru	4,70
Irlanda	8,52	Venezuela	4,70
Japão	8,52	Índia	4,58
Israel	8,33	Egito	3,87
Cingapura	8,22	Nigéria	3,03
Espanha	7,38	Paquistão	2,98
Malásia	7,38	Filipinas	2,92
Portugal	7,38	Indonésia	2,15
Grécia	7,27		

* Avaliação da corrupção no governo: baixas notas indicam que funcionários do governo provavelmente demandam pagamentos especiais. Médias dos meses de abril e outubro entre 1982 e 1995.

Fonte primária: International Risk Country Guide.

Extraído de La Porta & Lopez-de-Silanes & Shleifer (1998).6 Conclusão

6 Conclusão

O mercado de capitais brasileiro, em especial o mercado acionário, aparentemente passou por uma fase de grande florescimento nos anos 90. Neste período observamos um grande aumento da capitalização bursátil, volume transacionado e emissões primárias. Este crescimento é fortemente influenciado pela entrada expressiva de capitais estrangeiros. No entanto, fortes indícios de declínio apareceram ao final da década - queda do volume transacionado e emissões primárias. Este trabalho mostra que o florescimento mencionado era um tanto ilusório (não sustentável), pois o número de empresas abertas já vinha se reduzindo desde o início da década.

Embora fatores conjunturais, tais como altas taxas de juros e CPMF, tenham sua importância, é necessário que se considerem fatores estruturais para explicar por que poucas empresas abrem o capital. Entre os desestímulos à abertura de capital listamos: 1) os altos custos de abertura e os custos de manutenção que oneram as companhias abertas; e 2) a alta concentração de mercado, que indica que apenas parcela pequena das empresas se beneficia do mercado. Parte dos custos referidos são inevitáveis, no entanto, alguns poderiam ser reduzidos (por exemplo, eliminando a necessidade de publicar balanços no Diário Oficial). Quanto à concentração dos benefícios, alguns elementos indicam que o baixo nível de proteção do qual gozam acionistas minoritário e credores no Brasil é uma possível explicação.

Referências

- Gleaser, E., Johnson, S. e Shleifer, A. Coase versus the Coasians. *Harvard e MIT Working Paper*, 2000.
- Johnson, S. Which rules matter? Evidence from Germany's Neuer Markt. *MIT Working Paper*, 2000.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. e Shleifer, A. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54, p. 717- 738, 1998.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. e Vishny, R. Law and finance. *Journal of Political Economy* 106, p. 1113-1155, 1998.
- _____. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, 52, p. 1131-1150, 1997
- Levine, R. Financial development and economic growth: views and agenda. *Journal of Economic Literature*, p. 688-726, Junho 1996.

Levine, R. e Zervos, S. Stock markets banks and economic growth. *American Economic Review* 88, p. 537-58, 1998.

Pagano, M., Panetta, F. e Zingales, L. Why do companies go public? An empirical analysis. *NBER Working Paper* 5367, 1995.

Rocca, C. A. e Carvalho, A. G. *Mercado de capitais e o financiamento das empresas abertas*. FIPE/ABRASCA, 1999.

Rajan, R. e Zingales, L. The political economy of financial development. *University of Chicago Working Paper*, 1999.