

CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Ariana Inês Sachett

**EVOLUÇÃO DAS INSTITUIÇÕES REGULATÓRIAS DO MERCADO DE CAPITAIS
NO BRASIL E O DESENVOLVIMENTO EMPRESARIAL**

Santa Cruz do Sul

2015

Ariana Inês Sachett

**EVOLUÇÃO DAS INSTITUIÇÕES REGULATÓRIAS DO MERCADO DE CAPITAIS
NO BRASIL E O DESENVOLVIMENTO EMPRESARIAL**

Trabalho de conclusão apresentado ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade de Santa Cruz do Sul para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Heron S. M. Begnis

Santa Cruz do Sul

2015

AGRADECIMENTOS

Sociedade. Agrupamento de seres que convivem em estado gregário e em colaboração mútua. Com essa afirmação, é evidente que tudo o que construímos ao longo do tempo se torna fruto da interação humana. Por isso, meu reconhecimento àqueles que, de alguma forma, me auxiliaram nesse projeto.

Agradeço a meus familiares por todo o apoio e carinho ao longo de minha trajetória, em especial à minha mãe Justina, que me ensinou o que era economia desde criança e, sobretudo, foi o exemplo na formação do meu conceito de caráter; ao meu pai Edeimar, o qual me mostrou que é com trabalho que construímos um mundo melhor; ao meu irmão Moisés, modelo do que representa ser uma boa pessoa e a seus filhos, Magnus e Mizael, por toda alegria proporcionada por seus pequenos sorrisos; ao meu irmão Josias, por me ensinar a dividir, cultivar a paciência e me mostrar que o amor é ser diferente.

Aos professores e funcionários do Departamento de Ciências Econômicas da UNISC, em especial ao professor e orientador Dr. Heron S. M. Begnis, principalmente por seus ensinamentos de que os fatos podem ser percebidos por vários prismas distintos e à Aline Pedroso Fontoura, por todo o seu suporte e simpatia; igualmente, agradeço aos colegas de aula, que tornaram o curso acadêmico fortalecido pela amizade, com muitos momentos de ensinamento e alegria, eventos que somente a convivência humana possibilita.

Às melhores amigas, Ana Emília Klein, Bianca Francini Olbermann e Débora Sabrina Zart, companheiras de sempre e pra sempre, agradeço o incentivo, a confiança e todos os momentos de alegria que nossa amizade proporcionou que, com certeza, balancearam todo o esforço cotidiano.

Digno de nota, agradeço a Gabriel Thomé, referência de empenho e dedicação e um dos presentes que a convivência acadêmica me proporcionou.

Por fim, gostaria de agradecer ao meu otimismo em acreditar em um futuro melhor, o que considero como fé. É isso que movimenta o mundo.

O avanço das ideias de um indivíduo é um processo lento. [...] Faz agora quarenta anos que comecei a desviar-me da teoria pura da economia para empreender uma análise das razões que tanto perverteram as políticas neste campo na maior parte do mundo. Isso fez com que cada vez mais eu me afastasse dos aspectos técnicos da economia para estudar os problemas da filosofia e particularmente os motivos pelos quais o próprio aumento da capacidade de compreensão do homem levou-o a exagerar os poderes da razão humana e a acreditar que ele poderia organizar deliberadamente a seu bel-prazer o padrão da interação humana, embora a vasta ordem das interações humanas, da qual dependemos, exceda claramente o poder de nossa percepção e conhecimento.

(HAYEK, F. A. Direito, Legislação e Liberdade)

RESUMO

A partir da perspectiva de que as instituições são determinantes ao desempenho econômico, a presente monografia teve por finalidade analisar como a evolução do ambiente institucional regulador do mercado de capitais tem influenciado o desenvolvimento empresarial no Brasil. Através do embasamento teórico da Nova Economia Institucional, esta pesquisa teve como objetivo interpretar o mercado de capitais brasileiro perante uma perspectiva evolucionista das interações entre o ambiente institucional formal e as firmas que o compõe e sua influência sobre o desenvolvimento empresarial. Para tanto, de maneira específica, procurou-se compreender a formação histórica do mercado, como também analisar a construção das instituições formais regulatórias do sistema, a interação entre o mercado de capitais e o ambiente institucional por meio da legislação que o permeou, e, por fim, avaliar os efeitos dessa regulação sobre as estruturas de governança das empresas inseridas nesse contexto. Tratando-se de um estudo da realidade institucional como condicionante das interações sociais, identificaram-se as forças que influenciaram o contexto específico através do método histórico de pesquisa, visto que o processo de desenvolvimento empresarial ocorre a partir da contínua evolução das relações entre a esfera econômica, política, social e institucional. Por meio do procedimento bibliográfico e monográfico, o levantamento das informações necessárias à análise conduziu ao resultado de que as disposições impostas pelo ambiente institucional do mercado de capitais brasileiro foram determinantes em seu desempenho ao longo do tempo. Em suas origens, as instituições formais representaram óbices à atividade econômica, culminando no atraso relativo da consolidação de uma indústria acionária no país. No momento em que começou a se desenhar o ambiente macroinstitucional regulador do mercado, este passou a constituir uma alternativa às empresas brasileiras para a economia de custos de transação diante das estruturas de capital, o que acarretou no crescimento gradativo dos negócios com valores mobiliários. Contudo, as constantes adaptações das instituições formais não foram capazes de incrementar, por si só, a confiança por parte dos agentes econômicos na eficiência do mercado de capitais, o que vem ocorrendo a partir da implantação da governança corporativa como mecanismo de transparência e fortalecimento da credibilidade do sistema acionário. A partir dessa interação, a governança constituiu-se como o processo de aprimoramento da gestão das organizações econômicas e consequente desenvolvimento do cenário empresarial brasileiro.

Palavras-Chave: Mercado de Capitais. Ambiente Institucional. Estruturas de Governança. Desenvolvimento Empresarial.

ABSTRACT

From the premise that institutions are the key to a good economic performance, this study aimed to analyze how the evolution of the institutional environment in capital market has influenced the business development in Brazil. With the theoretical basis on the New Institutional Economics, this research goal was to interpret the Brazilian capital market towards an evolutionary perspective of the interactions between the formal institutional environment and companies that compose it, and its influence on business development. For this purpose was necessary to understand not only the historical development of the market, but also analyze the construction of a regulatory institutions system, the interaction between the capital market and the institutional environment through legislation, and, finally, evaluate the effect of regulation on the companies' governance structures inserted in this context. This study shows the institutional reality as a condition of social interactions, whose elements were identified by historical research method. Therefore the business development process occurs from the continuous development of relations among the economic, political, social and institutional scopes. Through bibliographical and monographic procedure, the analysis led to the result that the provisions imposed by the institutional environment of the Brazilian capital market were decisive in their performance over time. In its origins, the formal institutions represented obstacles to economic activity, culminating in the backwardness of the consolidation of a stock market in the country. From the formation of the market regulatory environment, this came to be constituted as an alternative to Brazilian companies to the transaction costs economics in their capital structures, which resulted in the gradual growth of securities industry. However, the constant adaptation of formal institutions were not able to increase, by itself, the confidence of economic agents in the capital market efficiency, which has been taking place since the introduction of corporate governance such as transparency mechanism and credibility of the capital market. From this interaction, governance was established as the process of improving management of economic organizations and the consequent development of the Brazilian business scenario.

Key-words: Capital Market. Institutional Environment. Governance Structures. Business Development.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1 - Síntese dos Conceitos Teóricos.....	55
Quadro 2 - Principais Legislações do Mercado de Capitais no Brasil 1500-1963	68
Quadro 3 - Ciclo de Reformas Institucionais do Mercado de Capitais no Brasil	83
Gráfico 1 - Movimento da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro 1850-1893	64
Gráfico 2 - Índice Ibovespa 1968-1979	95
Gráfico 3 - Índice Ibovespa 1980-1987	96
Gráfico 4 - Índice Ibovespa 1988-2015	97

LISTA DE ABREVIATURAS

BC	Banco Central da República do Brasil
BM&F	Bolsa de Mercadorias e Futuros
CMN	Conselho Monetário Nacional
CPMF	Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
LTN	Letras do Tesouro Nacional
NEI	Nova Economia Institucional
ORTN	Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional
S/A	Sociedade Anônima
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
URV	Unidade Real de Valor

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
1.1 Problema de Pesquisa	13
1.2 Objetivos	13
1.2.1 Objetivo Geral	13
1.2.2 Objetivos Específicos	13
1.3 Justificativa.....	13
1.4 Metodologia	16
2 O AMBIENTE INSTITUCIONAL E O DESEMPENHO ECONÔMICO	19
2.1 Mercado de Valores Mobiliários: A Governança e as Tradições do Direito .	20
2.2 A Nova Economia Institucional.....	29
2.2.1 Origens e Desenvolvimento da Abordagem	31
2.2.2 Principais Conceitos	35
2.3 Racionalidade Econômica e Comportamento dos Agentes	42
2.4 Governança Corporativa.....	50
3 A EVOLUÇÃO INSTITUCIONAL DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO ..	56
3.1 Os Entraves ao Processo Reformador	56
3.2 A Consolidação Institucional	69
3.3 Adaptação Evolutiva das Instituições Regulatórias	77
4 O MERCADO DE CAPITAIS COMO ALTERNATIVA AO DESENVOLVIMENTO EMPRESARIAL	93
4.1 A Expansão do Mercado de Capitais diante da Evolução Institucional	93
4.2 Alternativa ao Desenvolvimento Empresarial.....	100
5 CONCLUSÃO	104
REFERÊNCIAS.....	108
ANEXO A – Principais Regulamentações do Mercado de Capitais Brasileiro.	114

1 INTRODUÇÃO

Ao longo da evolução humana os atores sociais criaram formas de conviver uns com os outros, interagindo entre si e o ambiente em que estão inseridos. A partir dessa perspectiva, a economia conduziu as conexões sociais a fim de promover a satisfação das necessidades dos indivíduos por meio da produção de bens e serviços. Para tanto, criaram-se mecanismos e sistemas organizacionais na coordenação da atividade produtiva face à escassez dos recursos e a sua melhor alocação possível. Com o desenvolvimento das interações, a esfera econômica passou a ganhar mais complexidade, estabelecendo interligações dinâmicas entre a sociedade e o modo de produção, em que o sistema econômico vigente tornou-se um produto do arranjo político institucional em cada momento histórico, o qual fixou nas economias modernas o mercado como instituição econômica predominante.

A dinâmica das relações entre os elementos organizacionais propiciou que os agentes econômicos promovessem padrões de comportamento capazes de satisfazer seus desejos, adaptando-os conforme as forças sociais. Tal processo delimitou os hábitos de vida e de pensamento em virtude das exigências do sistema produtivo e do padrão tecnológico, conduzindo à institucionalização coletiva dos hábitos na sociedade, como sugere Veblen (1987) na perspectiva de uma evolução institucional no decurso das mudanças sociais. Nesse âmbito, as instituições tem a competência de organizar o meio social e o processo econômico, sendo a esfera institucional constituída por um conjunto de normas formais e informais, leis, costumes e tradições, os quais representam o ambiente definidor da atividade humana e das delimitações do mercado. Portanto, o arranjo institucional direciona a eficiência alocativa dos recursos na medida em que ordena as ações dos indivíduos, suas interações e o custo de funcionamento do mercado em suas transações.

A análise das relações multidisciplinares das instituições culminou no desenvolvimento de correntes de pesquisa em torno das interações entre o ambiente político institucional, a estrutura de governança das firmas e o meio jurídico e social em que os agentes econômicos coexistem. Nesse contexto, tornou-se necessária a promoção de abordagens congruentes à análise econômica, através de questões como a elaboração de contratos, direitos de propriedade, normas e tradições sociais, custos de transação e a eficiência da atividade econômica diante da eficácia da lei. Assim, a abordagem das instituições como fatores limitativos à

atividade produtiva ganhou força a partir do enfoque da Nova Economia Institucional, sobretudo com os trabalhos de Coase (1990), Williamson (1985) e North (1990). Em tal visão, as firmas representam a unidade econômica básica ao funcionamento da sociedade, inseridas em um ambiente de incertezas. Por isso, Coase (1990) argumenta que a empresa consiste em uma coordenação de contratos, os quais buscam a eficiência por meio do modo de governança, através da confiabilidade das decisões alocativas, da eficácia dos processos e consequente redução dos custos de transação. A partir desse pressuposto, Williamson (1985) salienta que as normas e padrões de conduta que gerem a organização estabelecem estratégias em suas estruturas internas ao perceber os riscos potenciais inerentes ao ambiente.

Devido ao caráter essencial ao desempenho das economias, as instituições estão sujeitas às mudanças impostas pelas interações entre os agentes e às exigências graduais do meio social e produtivo. Por essa razão, North (1990) indica que a dimensão institucional decorre de processos distintos de desenvolvimento econômico, baseados na diversidade em que as ocorrências sucedem-se nos países. Para tanto, as especificidades institucionais moldam as trajetórias das sociedades, demonstrando que não existe um caminho pré-determinado ao desenvolvimento e que este converge à matriz institucional de forma que a história socioeconômica condiz com a evolução das instituições.

No que concerne às normas legais, Hayek (1985) defende a interligação entre Economia e Direito, pois este último é capaz de promover e ampliar a liberdade individual, delimitando as relações econômicas através da imposição do cumprimento das normas de ordenação, o que transforma o sistema social e a ordem jurídica que o modela em um sistema evolutivo de instituições. O homem alcançaria seus objetivos, não por conhecer as normas que segue, mas porque seu pensamento e ação são orientados por instituições que evoluíram na sociedade por um processo de seleção, sendo um produto dos ganhos da experiência de gerações.

Na perspectiva de Müller (2006), como instituição econômica fundamental, o mercado é visto como um modelo cultural que é parcialmente eficaz em garantir o pleno funcionamento das interações econômicas, dependendo de outras instituições sociais para a eficiência das decisões alocativas. Nesse contexto, uma das principais instituições econômicas vigentes no sistema capitalista trata-se da bolsa de valores, associação que exprime o mercado no qual se negociam as ações de empresas, através de normas e padrões estabelecidos conforme o modelo

constituído no sistema econômico. As ações são uma participação na propriedade da empresa, em que, o agente que as detém, além de ter direito sobre uma parcela dos resultados operacionais, também se torna sócio no patrimônio da firma. Do ponto de vista empresarial, a oferta de ações no mercado decorre da necessidade de financiamento às suas atividades, sendo uma alternativa de governança ao constituir capital sem tomar empréstimos de terceiros no mercado de crédito.

Com o objetivo de manter um ambiente adequado à execução das atividades de compra e venda de títulos e valores mobiliários, a bolsa de valores é organizada e fiscalizada por seus membros e pelas autoridades do Sistema Financeiro, em um mercado livre e aberto, do qual as sociedades anônimas fazem parte. A partir do ponto em que seu funcionamento está relacionado ao emprego de instituições, o mercado de ações trata-se de um modelo de relações sociais, constituído por leis, costumes e normas específicas. Tal modelo influencia o plano financeiro de uma empresa, sendo que neste são analisados os cenários possíveis e sua correlação com a aplicação mais eficiente das disponibilidades atuais e futuras, bem como os compromissos da firma em saldar seus passivos frente aos demais agentes.

Ao envolver um montante elevado de recursos, as empresas se utilizam da governança corporativa como forma de estipular um sistema de controles, normas e incentivos, com o intuito de evitar possíveis fraudes. Essas regulamentações podem ser benéficas ao reduzir a assimetria de informações entre os executivos e os provedores de capital, amenizando seus custos e fortalecendo a confiança nas instituições do mercado de capitais (BERK, 2009). No caso brasileiro, o controle acionário das sociedades anônimas está concentrado em poucos agentes. Essa aglomeração de propriedade pode gerar conflitos de interesses entre os acionistas controladores e os minoritários, culminando na redução do valor da empresa e consequente enfraquecimento do mercado. Frente a isso, ao longo da evolução do mercado de ações brasileiro, desenvolveram-se mudanças institucionais que visavam níveis crescentes de governança corporativa e confiança.

Por meio das estruturas de governança, as inovações no ambiente institucional buscam propiciar incrementos qualitativos na organização interna das empresas, com o objetivo de reduzir os custos de transação e os possíveis riscos de racionalidade limitada e oportunismo dos agentes econômicos (WILLIAMSON, 1985). A partir desse entendimento, a governança das organizações é vista como um processo evolutivo de gestão, em que os administradores aprenderam a agir

com eficácia diante do ambiente em que estão inseridos (PENROSE, 2006). Ao integrar de forma sistêmica o funcionamento operacional da firma, seu sistema organizacional e o ambiente externo, Porter (1989) aborda que as empresas fortalecem seus aspectos de monitoramento e estratégia com o intuito de criar valor ao consumidor e de sustentar-se no mercado frente à concorrência. Para tanto, são criados controles e conhecimentos internos para enfrentar a exposição a riscos e possibilitar o aprimoramento da organização e otimização do investimento. Contudo, apesar de visar a melhor eficiência da atividade empresarial, não existe um modelo universal de estrutura de governança, pois se trata de um método customizado de proposições, o qual sofre influência do arranjo institucional característico em cada sociedade e em dado período histórico (NORTH, 1990).

A partir desse contexto, a bolsa de valores pode ser considerada umnexo de contratos formais e informais, com o objetivo de coordenar o mercado de ações, promover estímulos, controles e agilizar o fluxo de informações para todos os agentes relevantes, criando um ambiente propício para que se desenvolva a melhora qualitativa do processo empresarial por meio da economia dos custos de transação. É nesse panorama que se enquadra a realidade do mercado de capitais brasileiro, visto os condicionantes impostos pelas instituições ao coordenar as ações dos agentes ao longo de sua história e sua influência sobre o processo de aprimoramento da gestão das companhias. Assim, a governança corporativa no mercado de ações é um meio contínuo de interações entre o ambiente institucional, a estrutura de governança e a sociedade, visando à confiança social perante as instituições econômicas e seu enfoque sobre o desenvolvimento socioeconômico.

Com o entendimento de que as instituições são condicionantes do desempenho econômico, através da sua influência sobre os custos de transação e seus reflexos sobre o ordenamento disposto na interação dos agentes, o mercado de capitais está sujeito a tal cenário. Sendo assim, para a construção da pesquisa, este estudo está dividido em cinco seções: a primeira corresponde à introdução. Na segunda seção, apresenta-se a relação entre o ambiente institucional e o desempenho econômico, em seguida, a terceira seção demonstra a evolução institucional do mercado de capitais brasileiro. A quarta seção trata da análise do mercado como alternativa ao desenvolvimento empresarial, sendo apresentada na sequência a quinta seção, correspondente às conclusões deste trabalho.

1.1 Problema de Pesquisa

Como a evolução do ambiente institucional do mercado de capitais tem influenciado o desenvolvimento empresarial no Brasil?

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo Geral

Analisar o mercado de capitais brasileiro por meio de uma perspectiva evolucionista da interação entre o ambiente institucional formal e as estruturas de governança e sua influência sobre o desenvolvimento empresarial.

1.2.2 Objetivos Específicos

- a) Compreender a formação histórica do mercado de capitais brasileiro.
- b) Analisar a construção das instituições formais regulatórias do mercado de capitais.
- c) Compreender a interação do mercado de capitais e o ambiente institucional por meio da legislação que o regulou ao longo de sua história.
- d) Avaliar os efeitos da regulação do mercado de capitais sobre as estruturas de governança das empresas que o compõem.

1.3 Justificativa

Os sistemas econômicos representam organizações sociais em constante transformação, os quais recebem incentivos ou óbices a partir da interação entre as relações econômicas, políticas, sociais e institucionais. Como a pesquisa da história econômica trata-se de um estudo da evolução da sociedade, os fenômenos sociais são evidenciados em seu comportamento temporal. Sendo assim, a manifestação empírica da temporalidade social demonstra como foram moldados os sistemas econômicos e, de forma paralela, os condicionantes institucionais que os influenciaram. Por essa razão, salienta-se a história econômica de uma sociedade através da percepção evolutiva das instituições presentes no ambiente social.

A partir da análise econômica institucional, as instituições são entendidas como mecanismos que afetam o desempenho econômico, em que os limites regulatórios das interações sociais representam elementos específicos a cada sociedade. A conexão entre a economia e as instituições, principalmente em seu aspecto formal, tem relevância porque as normas ordenam a ação dos indivíduos, preservando e ampliando a liberdade individual (HAYEK, 1985). Embora o principal instrumento de mudança intencional na sociedade moderna seja a legislação, Hayek (1985) aponta que não se tem como refazer por completo um sistema jurídico, visto que a elaboração de leis é um processo contínuo, em que cada ação gera consequências na ordenação social. Tal adaptação gradual do direito revela o modo como as concepções dominantes da sociedade ocasionam transformações na dinâmica social. Com a adaptação às novas situações, o meio jurídico auxilia os propósitos humanos, através da eficiência proporcionada aos que agem em sua conformidade.

No âmbito das instituições econômicas, em uma economia industrial de empresas privadas, a firma constitui a unidade básica de organização da produção, realizando a maior parte das atividades e transações econômicas por meio das imposições de um conjunto de regras formais e informais. Sendo assim, Penrose (2006) aborda que as empresas são instituições complexas que influenciam a vida econômica e social, envolvendo inúmeras decisões alocativas. Desse modo, a natureza do sistema econômico se dá através das firmas que o compõem, o seu tamanho, o modo pelo qual foram estabelecidas e passaram a crescer, seus métodos de fazer negócios e as suas relações com os demais agentes econômicos. Com isso, a estrutura de governança é o resultado da evolução do modo como os administradores aprenderam a agir com eficácia em um ambiente específico. Para Penrose (2006), a adaptação da indústria em forma das sociedades anônimas removeu uma das barreiras ao crescimento das firmas mercantis, visto que eliminou as conexões preexistentes entre a amplitude e natureza de seu funcionamento e a posição financeira pessoal de seus proprietários.

Diante do enfoque institucional à Economia, as firmas deixaram de ser vistas apenas como uma função de produção para agregar em seu conjunto explicativo um nexos contratual disposto nas relações de troca. A empresa passou a ser reconhecida como um mecanismo de organização da atividade econômica alternativo ao mercado, o que tornou relevante o estudo das suas conexões internas, bem como suas interações com os demais agentes e os limites ao seu

crescimento. Nesse contexto, se faz necessário a compreensão das delimitações impostas pelo arranjo institucional às estruturas de governança das organizações para propiciar o melhor entendimento das forças que moldaram o desenvolvimento socioeconômico da sociedade, visto que são as empresas, conforme Penrose (2006), os agentes que estruturam a natureza básica dos sistemas econômicos. Sendo assim, ao demandar recursos ao financiamento de suas atividades, o plano financeiro de uma organização está condicionado à relação entre o fornecimento dos bens e serviços à sociedade e a estrutura de governança estabelecida nesse processo conforme as normatizações do arranjo institucional.

A partir do desenvolvimento industrial, os ciclos econômicos tornaram-se mais curtos e velozes, demandando inovações rápidas, tanto em bens e serviços, como em processos de produção e meios organizacionais. Por isso, conforme Porter (1989), a empresa está inserida em um âmbito de competitividade, tendo como objetivo criar condições que alcancem bons resultados no sistema de concorrência, as quais devem possibilitar a capacidade desta crescer e sobreviver no mercado. Para tanto, é preciso ter um desempenho superior à média da indústria, combinando recursos da forma mais eficiente na busca por uma vantagem competitiva sustentável ao longo do tempo. Ou seja, a firma precisa perceber o que ocorre ao seu redor e dar uma resposta às oportunidades, riscos e incertezas, através da competência de observar o ambiente externo, se autoconhecer e promover a aptidão de suprir as demandas do mercado consumidor. Sendo assim, construir estratégias na busca por uma vantagem competitiva sustentável, que atendam às expectativas e criem valor aos demandantes, através da combinação de recursos, competências e conhecimentos da organização, são condições determinantes de seu diferencial.

Como as instituições que regulam o mercado de capitais podem representar óbices ou incentivos à atividade produtiva, compreender a forma como se construiu o ambiente institucional no processo de desenvolvimento empresarial possibilita aos empresários um referencial ao ambiente externo em que sua organização está inserida. O conhecimento das normas formais e informais que regulam o sistema econômico torna-se essencial uma vez que estas sinalizam oportunidades e riscos às firmas, delimitando tanto suas ações, como de todo o restante da indústria. Portanto, as regras do jogo demarcam o processo concorrencial, indicando as alternativas quanto às estruturas de governança e ao planejamento estratégico.

A partir da abordagem teórica, a análise das instituições deve estar vinculada às especificidades das sociedades, como é o caso do mercado de ações brasileiro e das firmas inseridas em seu ambiente. Através da visão histórica do progresso econômico e social do Brasil, observa-se não apenas a formação de novos padrões de governança nas empresas, aliado ao crescimento das negociações nas bolsas brasileiras e ao aumento das aberturas de capital, mas também a riqueza nacional constituída por meio da atividade empresarial. Dado que, para a promoção da atividade produtiva industrial, é preciso a capitalização e financiamento das firmas, o mercado de capitais torna-se o ambiente propício para promover o desenvolvimento da indústria, assim como proporcionar melhores condutas na gestão interna das organizações econômicas. Pois, conjuntamente com a evolução do mercado de ações, do arranjo empresarial e do padrão de vida brasileiro, promoveu-se o processo de desenvolvimento institucional e econômico da sociedade.

Analisar a forma como foi instituída a bolsa de valores no Brasil demonstra a importância de se entender como foi possível criar um mercado de capitais diante de inúmeros períodos de turbulência política e econômica, principalmente por meio do regulamento imposto na construção das instituições formais. Elementos esses que propiciaram a atual conjuntura do desenvolvimento empresarial brasileiro devido à construção de um mercado que se adaptou a diversas crises, reformas, deteriorações, mudanças e inovações ao longo de sua história. Por essas razões, a principal contribuição de tal estudo trata-se da inserção da abordagem das instituições na perspectiva dos problemas concretos da realidade do Brasil, inserindo a teoria econômica institucional ao enfoque brasileiro, sobretudo ao que concerne à especificidade do desenvolvimento empresarial ao longo da história nacional. Sendo assim, a pesquisa será útil aos estudos acadêmicos vindouros sobre o assunto, ajudando, assim, a sociedade brasileira a compreender melhor a importância de se ter um mercado de capitais atuante e fomentador do desenvolvimento empresarial.

1.4 Metodologia

A partir da perspectiva evolucionista da história econômica, o presente trabalho tem como natureza a pesquisa aplicada na realidade institucional em que se encontra seu objeto, o mercado de capitais brasileiro. Tratando-se de um estudo das instituições formais que moldaram as interações do mercado de ações,

principalmente a partir da bolsa de valores, procurou-se identificar e explicar as forças que influenciaram o desenvolvimento empresarial no Brasil nesse contexto específico. Para tanto, utilizou-se o método histórico de investigação como base lógica para compreender o problema contemporâneo estabelecido na realidade social, “pois ao se percorrer o tempo na tentativa de conhecer o comportamento de determinada realidade, investiga-se, paralelamente, os condicionantes que, em cada momento, podem ter influenciado o quadro objeto de estudo” (MUNHOZ, 1989).

De forma complementar, estabeleceu-se o método dinâmico como auxiliar da evolução histórica, visto que se trata do estudo de um processo em desenvolvimento, o qual capta os efeitos decorrentes das mutações que se verificam ao longo do tempo. Tal avaliação dinâmica da realidade tende a ser introduzida à investigação histórica devido à contínua interação entre as esferas econômica, política, social e, sobretudo, institucional, acompanhadas das transformações qualitativas inerentes ao contexto das relações sociais (MUNHOZ, 1989). Ao expor uma abordagem interpretativa, a pesquisa segue o raciocínio indutivo como busca da perspectiva da realidade, em que se entendem os fenômenos dentro de seus contextos específicos, a partir de dados qualitativos, para estabelecer tendências dos fatos da realidade contemporânea (GRAY, 2012). A postura enfatizada pelos historiadores denota o abandono das leis do raciocínio dedutivo e abstrato dos clássicos para a investigação de tendências da atividade econômica a partir de suas relações com o meio social, conforme argumentado por Gil (1991).

Como a pesquisa qualitativa não é construída de acordo com uma única teoria ou por uma abordagem metodológica unificada, se faz necessária a adoção de posturas e métodos conforme a abrangência e o objeto de estudo (GRAY, 2012). A pesquisa em questão tratou-se do mercado de capitais brasileiro como objeto, representado pela sua instituição econômica máxima, a bolsa de valores. Ao abranger a evolução dinâmica das instituições formais que regularam o mercado de ações ao longo de sua história, as técnicas aplicadas foram o procedimento bibliográfico e monográfico para o levantamento das informações necessárias à análise de sua influência ao desenvolvimento empresarial, principalmente ao que diz respeito à construção da estrutura de governança das firmas. Para tanto, utilizou-se o Quadro 1 como meio de consulta dos conceitos abordados, sintetizando a explanação dos argumentos teóricos necessários à análise dos fatos históricos.

A metodologia empregada torna-se adequada à pesquisa uma vez que aborda as relações humanas em uma perspectiva evolucionista da formação das estruturas sociais. Pelo fato de se perceber a ordenação da sociedade como um processo de evolução das instituições, as quais delimitam a interação humana e as possibilidades das relações econômicas, torna-se evidente a importância da forma como os fatos históricos moldam o arranjo institucional em que a sociedade se insere, demonstrando o desenvolvimento dinâmico da realidade. Tais argumentos são fundamentados pelo processo de ordenação formal proposto por Hayek (1985) e pelo enfoque da Nova Economia Institucional em relação ao ambiente institucional como meio condicionante das estruturas de governança das firmas e do desempenho econômico. Por essas razões, tem-se na evolução histórica das sociedades a compreensão de como se desenvolveram os sistemas econômicos contemporâneos e de como estes divergem se comparados entre diferentes nações.

2 O AMBIENTE INSTITUCIONAL E O DESEMPENHO ECONÔMICO

Ao longo do século XX iniciou-se um novo paradigma nas ciências econômicas, o qual se fundamentou na análise das conexões entre o ambiente institucional e o sistema econômico. A questão da evolução das instituições vem sendo inserida com maior enfoque nas preocupações sociais, principalmente a partir dos estudos concernentes ao desenvolvimento da atividade produtiva e à origem das disparidades entre as nações. Desse modo, surge uma nova perspectiva acerca do sucesso da organização social, fundamentada na forma como as firmas e os mercados se ordenam frente aos mecanismos regulatórios da interação humana.

Embora a relevância da multidisciplinariedade científica, por muito tempo as instituições foram vistas como variáveis exógenas ao modelo da corrente do *mainstream* econômico (entendida nesse trabalho como a teoria neoclássica), sendo necessárias análises heterodoxas para a inserção das instituições no foco de análise. Conforme Hayek (1985), o problema de uma ordem social adequada só poderia ser visto com sucesso quando analisado em toda sua multidisciplinariedade, o que indica o afastamento da teoria pura da economia para uma análise dos diversos prismas em que se sucede a interação humana. Sendo assim, os aspectos técnicos da economia não são mais capazes, por si só, de entender a dinâmica da realidade dos sistemas econômicos, se fazendo necessária a inter-relação entre as disciplinas do saber para o desenvolvimento de uma percepção multifacetada da vasta ordem das organizações sociais.

Conforme Penrose (2006), a teoria neoclássica da firma, preponderante no século XX, tratava de uma teoria dos mercados perfeitamente competitivos, dos preços relativos e da alocação ótima dos recursos, sendo estes um conjunto de preposições tradicionais que incorporavam teorias matemáticas e verbais em estáticas comparativas, sem lidar com os efeitos das instituições. Apesar dos aspectos neoclássicos dominarem a economia teórica, contribuições não ortodoxas desenvolveram o pensamento econômico em torno dos aspectos institucionais. Desse modo, a corrente da Economia Institucional, sobretudo, com Veblen (1985) e a percepção da Nova Economia Institucional, através de Coase (1990), Williamson (1985) e North (1990), promoveram destaque à importância das instituições e seus efeitos sobre a atividade produtiva nas sociedades, o que, apesar de possuírem pressupostos distintos, inseriu o ambiente institucional na análise econômica.

Diante do entendimento de que as instituições são relevantes ao desempenho das sociedades, entende-se a contribuição dos conceitos da Nova Economia Institucional como fundamentais à construção da percepção multifacetada dos sistemas econômicos, principalmente ao que compete o arranjo institucional e as estruturas de governança das organizações em relação ao mercado de capitais. Por essa razão, detalham-se na sequência as caracterizações do mercado de valores mobiliários, em termos de governança e tradições do Direito, a linha de abordagem, as contribuições que conduziram à formulação teórica e os principais argumentos da Nova Economia Institucional, as concepções acerca da racionalidade econômica e do comportamento dos agentes e a governança corporativa como elemento resultante da intersecção das perspectivas analisadas.

2.1 Mercado de Valores Mobiliários: A Governança e as Tradições do Direito

A origem do mercado de capitais, por meio da bolsa de valores, pode ser considerada remota, pois não existe uma definição clara na história quanto ao seu surgimento. “Alguns escritores a localizam nos *emporium* dos gregos, outros nos *collegium mercatorum* dos romanos ou mesmo no *fundunks* (bazar) palestino” (BERCHIELLI, 2003, p.54), porém, sabe-se que as bolsas de valores surgiram com atribuições que não as vinculavam de forma explícita aos valores mobiliários. Devido à limitação dos negócios pelas dificuldades de comunicação, escassez de capitais e ausência de crédito, durante toda a Idade Média até o século XVII, as operações na bolsa se resumiam a trocas de moedas, letras de câmbio e metais preciosos.

No século XVIII essas instituições econômicas atingiram um grande desenvolvimento, sobretudo em relação às exigências de crédito público, o que impôs aos banqueiros o fracionamento dos empréstimos. A partir da expansão das sociedades por ações, que permitiam grandes agrupamentos de capital, as bolsas de valores assumiram um papel fundamental na oferta e procura de capitais. Conforme relata Berchielli (2003), desde os antigos mercados medievais, as bolsas vêm sofrendo profundas transformações em suas estruturas, devido à evolução das relações econômicas e a maior complexidade da estrutura financeira da sociedade. Nesse contexto, com o crescimento econômico dos países europeus, as bolsas incentivaram a estruturação de um sistema financeiro integrado, expandindo o potencial de sua atuação a partir da capitalização e financiamento das empresas.

Entre 1840 e 1873 houve um período de prosperidade na economia mundial, conhecido como a era de ouro do capitalismo de livre concorrência, caracterizado pela rápida expansão econômica da Europa. O maior beneficiário desse contexto foi a Inglaterra, com ganhos oriundos da exportação de bens de capital, carvão, ferro e aço, da expansão ferroviária no país e das inovações industriais da época. Com o esplendor do capitalismo, os aperfeiçoamentos tecnológicos levaram à concentração de capital, o que acirrou o processo concorrencial. Além disso, as modificações na área de transportes e comunicações resultaram na ampliação dos mercados, os quais eram abastecidos pelas grandes companhias. A sociedade anônima passou a ser um recurso eficaz, em que uma única organização financeira assumiu o controle de grandes volumes de capital. A partir desse cenário, desenvolveu-se na Europa e nos Estados Unidos um vasto e organizado mercado de capitais, o que canalizava as poupanças de milhares de indivíduos e pequenos empresários para as grandes corporações, conduzindo à concentração do poder corporativo e à reformulação do capitalismo financeiro (HUNT; SHERMAN, 2010).

O desenvolvimento do sistema financeiro foi impulsionado pelas novas perspectivas do capitalismo, em que este passou a se constituir como um sistema de intermediação de recursos, relacionando agentes superavitários e deficitários através de duas categorias principais, o mercado de crédito e o mercado de capitais (ANDREZO; LIMA, 2002). As distinções entre os dois ocorrem por meio do prazo de suas operações, enquanto que o mercado de crédito disponibiliza recursos financeiros de prazo curto, médio e aleatório ao financiamento do consumo do capital de giro das empresas, o mercado de capitais representa as operações de médio e longo prazo, como o caso das ações, destinando-se ao capital fixo das firmas. As transações no mercado de capitais são efetuadas diretamente entre poupadores e empresas ou por meio de intermediários financeiros, como as bolsas de valores. Tal instituição financeira atua como uma interveniente obrigatória para regular o ambiente em que ocorrem as negociações, promovendo normas e padrões de conduta de acordo com o arranjo institucional sistematizado na sociedade.

O crescimento do mercado de ações condiz com uma inovação organizacional da atividade produtiva, pois este facilita a mobilização de capital de risco a partir de diversos poupadores e investidores, canalizando-o às empresas que necessitam de recursos para crescer e prosperar. Entretanto, embora a negociação de ações na bolsa de valores esteja relacionada com a capacidade empresarial de criar valor ao

consumidor, sendo este o mecanismo fundamental à gênese da firma, a lógica que ocorre no mercado de capitais é diferente daquela que acontece de forma interna à organização. De forma exemplificada, um acionista pode vender suas ações sempre que achar necessário, conforme as avaliações de suas perspectivas futuras, porém, a empresa está condicionada às decisões alocativas definidas anteriormente, devido à mobilização de recursos e ao tempo demandado de maturação do investimento. Portanto, o papel da propriedade na estrutura de governança é ligar as fontes de capital no mercado com o processo interno da empresa (CARLSSON, 2001).

Com o desenvolvimento do mercado de capitais e para aprimorar as relações entre as companhias e o mercado investidor, originou-se na economia anglo-saxônica o movimento da governança corporativa. Sendo considerada como um subproduto da globalização, a nova perspectiva de governança disseminou-se entre as nações como um instrumento de sintonia entre as empresas e o mercado, abrangendo, além das relações com os acionistas, as interações entre as organizações econômicas e os fornecedores, consumidores e a coletividade em que a firma atua (SOUZA, 2005). No mercado de capitais, a governança corporativa corresponde a um conjunto de princípios e práticas que visam minimizar os potenciais conflitos de interesse entre os diferentes agentes das companhias, com o objetivo de reduzir o custo de capital e aumentar o valor da empresa, incrementando o retorno do investimento dos acionistas e fortalecendo o mercado nacional (SILVA, 2006). Pelo fato da estrutura de governança estar condicionada ao ambiente em que se encontra a firma, esta depende do contexto cultural, legal e institucional da sociedade em questão. Por essa razão, os modelos de governança variam de país para país, porém, os mais conhecidos são o anglo-saxão, prevalente nos Estados Unidos e no Reino Unido, e o nipo-germânico, dominante no Japão e na Alemanha.

O modelo anglo-saxão é caracterizado pela propriedade da empresa pulverizada no controle de diversos agentes, com liquidez das ações garantidas pela bolsa, o que reduz os riscos aos investidores. Nesse sistema o objetivo principal das empresas é a criação de valor para os acionistas, chamados de *shareholders*, em que a obrigação central dos administradores é defender os interesses dos proprietários das ações. A forma de controle acionário desse modelo é externo, devido ao grande número de acionistas nas corporações, alta liquidez e estruturas de controle descentralizadas. O principal conflito que ocorre nesse padrão é a divergência entre os interesses dos executivos e dos acionistas, em um ambiente no

qual o mercado de capitais é ativo e desenvolvido, com funções de monitoramento das firmas. No sistema anglo-saxão os investidores e os conselhos de administração são importantes à governança corporativa, enquanto que os bancos têm um papel reduzido no acompanhamento das empresas (CARLSSON, 2001).

Em contraposição, o modelo nipo-germânico apresenta uma maior concentração de propriedade, com participações acionárias de longo prazo. As empresas desse sistema procuram equilibrar os interesses dos acionistas com os demais agentes envolvidos com a organização, denominados *stakeholders*, os quais representam funcionários, clientes, fornecedores, instituições e órgãos regulatórios e a comunidade em geral. Com esse objetivo, existe um conjunto mais amplo de interesses que devem ser contemplados com as atividades da empresa, definidos por um controle acionário interno de um pequeno grupo de acionistas, com ações de baixa liquidez e estruturas de propriedade concentradas. Nesse modelo as firmas são financiadas por empréstimos e financiamentos de credores, em que os maiores conflitos ocorrem entre acionistas controladores e os minoritários. Conforme Silva (2006), nessas estruturas acionárias há interações entre empresas e bancos, os quais possuem um papel importante nas atividades de monitoramento da administração das companhias, possibilitando uma alavancagem financeira maior.

Os aspectos do mercado de capitais ligados à governança corporativa surgiram nos Estados Unidos na década de 1980 (CARLSSON, 2001). Até esse período, devido à pulverização do capital nas bolsas de valores, os acionistas não monitoravam de forma intensiva as decisões tomadas pela administração das firmas. Tal situação começou a mudar com o ativismo dos investidores institucionais, principalmente por parte dos fundos de pensão, os quais começaram a implantar mecanismos com o objetivo de proporcionar valorização às ações e, posteriormente, ganhos com a venda da empresa. Dessa forma, a atuação dos investidores institucionais foi determinante na promoção de mudanças consideráveis na gestão empresarial, os quais passaram a exercer um monitoramento crescente sobre a governança corporativa das firmas. Nesse processo, o investidor institucional pioneiro ao processo de governança corporativa nos Estados Unidos foi o fundo de pensão dos funcionários públicos da Califórnia, o qual encaminhou ao órgão regulador do mercado de capitais, em 1989, uma carta com recomendações para melhorar a relação das firmas com o mercado, diante do aumento de um cenário de transparência, fiscalização e comunicação. A partir de então, os fundos passaram a

ser mais ativos no envolvimento com a gestão das organizações, uma vez que, na década de 1990, elaboraram códigos de governança corporativa como condição necessária às empresas de sua carteira de investimentos.

Devido a escândalos financeiros na década de 1990, conduziu-se nos Estados Unidos uma crescente necessidade de instituições que implantassem mecanismos de controle e eficiência nas estruturas das organizações. Para melhorar a credibilidade do mercado de capitais, foi publicada a Lei Sarbanes-Oxley pelo Congresso Americano em 2002, a fim de promover a transparência e confiança aos *stakeholders*. A normativa apresentou punições para quem lesasse o mercado de capitais, através de um conjunto extenso de regras sobre governança corporativa, o que englobava as empresas, firmas de auditoria, bolsas de valores, analistas de mercado, corretores e advogados. As normas da lei procuravam assegurar maior transparência nas informações, mais independência dos órgãos de auditoria e confiabilidade aos resultados, através da imposição de um controle mais rigoroso às auditorias e sanções mais severas às fraudes societárias (SOUZA, 2005).

No Reino Unido o modelo de governança anglo-saxão é predominante devido ao nível de acumulação e centralização de capitais disposto de forma pulverizada pelo processo de industrialização. Apesar do desenvolvimento industrial pioneiro da Inglaterra, foi apenas no final da década de 1980 que se iniciou o movimento de governança corporativa, após escândalos empresariais. Silveira (2005) destaca a criação de comitês por parte do Banco da Inglaterra, com representantes da instituição financeira, da Bolsa de Valores de Londres e de outros profissionais, para a elaboração de estruturas que prevenissem as ocorrências de fraudes. O primeiro documento sobre governança corporativa foi publicado em 1992, com adaptações em suas diretrizes em 1995 e 1998. O último relatório destacou a importância do movimento para a prosperidade das empresas no longo prazo, em que, a observância de suas normas passou a ser uma exigência para a listagem na Bolsa de Valores de Londres. Desse modo, a governança corporativa passou a envolver a perspectiva de responsabilidade e de prosperidade do negócio (CARLSSON, 2001).

Na Alemanha é seguido o modelo nipo-germânico de governança corporativa, devido à propriedade acionária concentrada, papel limitado do mercado de capitais em relação ao modelo anglo-saxão, atividade significativa do mercado de crédito, forte participação acionária dos bancos nas empresas e busca pelo equilíbrio entre os interesses dos *stakeholders*. Baseado no sistema bancário, o sistema financeiro

alemão protege prioritariamente os credores em detrimento dos acionistas, circunstância favorecida pela regulamentação do país, a qual permite a participação ilimitada das instituições bancárias em diversos setores da economia, o que leva ao intenso financiamento da indústria em longo prazo (SILVEIRA, 2005). Na década de 1990, diversas empresas da Alemanha adotaram as boas práticas de governança, pois precisavam se adequar aos termos das Bolsas de Nova Iorque e de Londres. Em 1997 foi criado no país o Novo Mercado, com o intuito inicial de atrair empresas de rápido crescimento e tecnologia, o que passou a ter a finalidade de listar as empresas comprometidas com as fortes regras do modelo de governança, baseadas na transparência e na proteção dos investidores minoritários (CARLSSON, 2001).

Semelhante ao desenvolvimento do mercado de capitais alemão, o Japão teve seu processo de industrialização após os países anglo-saxões, com uma intervenção estatal efetiva e financiamento industrial baseado em cartéis, associações de comércios e bancos, que passaram a gerir as grandes empresas. Diante desse cenário e pela cultura coletivista da sociedade, o modelo de governança se baseou no equilíbrio entre os agentes interessados na empresa, através da presença dos *keiretsu*, os quais representam conglomerados de bancos e empresas entrelaçados em estruturas indiretas de controle e participações. Os bancos japoneses participam ativamente da estrutura acionária, financiando as operações dos *keiretsu*, o que faz com que os conselhos de administração sejam grandes, devido aos diversos interesses envolvidos e ao tamanho expressivo dos conglomerados. Conforme Silveira (2005), em 1997 foram apresentadas as recomendações sobre a implantação das práticas de governança no Japão, em razão da crise bancária e para estimular seus mecanismos e adaptá-los aos padrões internacionais, sendo em 1998 a publicação no país dos princípios sobre o tema.

A partir do momento em que os investidores institucionais dos países desenvolvidos aumentaram seus investimentos além das fronteiras nacionais, em virtude da saturação de seus mercados domésticos, estes passaram a pressionar os mercados de capitais dos países emergentes. Entre tais exigências, exprimiu-se a necessidade de modernização desses mercados com a adoção de práticas protetivas aos direitos dos investidores. Devido à carência de investimento de médio e longo prazo, os países necessitados de capital se conscientizaram de que o acesso às fontes de recurso apenas seria possível se as firmas adotassem os padrões de governança ditados pelo mercado internacional, inspirando confiança

aos investidores estrangeiros (SOUZA, 2005). Devido à ordem geopolítica mundial, diversos países aplicam sistemas intermediários de governança, principalmente aqueles que estão em desenvolvimento, como o caso do Brasil. Sendo assim, a interligação dos mercados nacionais provoca modificações e convergências específicas a cada sociedade, visto as circunstâncias históricas e institucionais. Os princípios de governança corporativa alcançaram as demais economias por força da globalização e abertura do mercado nacional. No caso brasileiro, Souza (2005) destaca que o ativismo acionário externo encontrou um ambiente socioeconômico distinto, devido a um mercado de ações com pequeno número de empresas de capital aberto, concentração do poder de gestão, falta de liquidez e credibilidade, além da frágil gestão das firmas pelos próprios mecanismos do mercado de capitais.

Em relação à governança corporativa, os modelos nacionais de estrutura do mercado de capitais estão vinculados às instituições jurídicas dispostas em cada sociedade. As principais tradições do Direito são a *common law*, representada pelo direito comum e a *civil law*, baseada no direito civil romano. Além das duas grandes tradições institucionais, “a história específica de cada país põe sua própria marca no direito” (COOTER; ULEN, 2010, p.77), o que promove processos distintos de organização social. As ordenações do Direito se diferem na forma como as normas jurisprudenciais são justificadas, na maneira como as leis são aplicadas, além de características em que o processo jurídico é exercido. Enquanto que no *common law* os juízes justificam suas decisões em referência a precedentes e normas sociais ou a amplas exigências da racionalidade das políticas públicas, no *civil law* os juízes baseiam suas ações na interpretação de um código estabelecido, referindo-se ao seu significado escrito (COOTER; ULEN, 2010).

Como os sistemas jurídicos nacionais se filiam às tradições do Direito para fundamentar suas fontes e o seu papel na organização social, os diferentes ordenamentos, mesmo que partam de conceitos e categorias jurídicas iguais, formulam suas normas de maneira distinta. Conforme Sztajn e Gorga (2005), isso ocorre porque as estruturas sociais e os valores sobre os quais estas se fundam são diferentes, o que leva a dissintonia entre as noções e as categorias jurídicas nos sistemas aplicados em diferentes sociedades. A dificuldade na transposição da norma de um sistema jurídico nacional para outro decorre, além das particularidades das instituições sociais e dos costumes locais, da multiplicidade em que os Estados Nacionais desenham os ordenamentos diante de sua soberania. Com esse cenário,

os ordenamentos jurídicos têm elementos constantes e comuns, como também possuem características distintas. A partir dessas diferenças que se distinguem as tradições do Direito explanadas anteriormente, da mesma forma que se explicam os modelos distintos de organização social aplicados nesses sistemas.

O *civil law*, tradição na qual se filia o direito brasileiro, pode ser representado pela lei codificada, através de um conjunto sistemático e harmônico de normas jurídicas, o qual visa disciplinar as relações intersubjetivas, descrever condutas, causar efeito nas manifestações da vontade e punições ao seu não cumprimento. Em tal ordenamento busca-se determinar comandos gerais e abstratos ao descrever os esquemas da interação social e econômica. Por outro lado, o *commom law* demonstra normas jurídicas menos abstratas, que compreendem um conjunto de princípios e regras relacionados ao governo e à segurança das pessoas e das propriedades, em que sua imposição deriva de usos, costumes, julgamentos e decretos das cortes, elementos que reconhecem, reafirmam e efetivam os próprios usos e costumes. Embora as caracterizações distintas, os modelos jurídicos são abertos, visto que sofrem influência das transformações verificadas na sociedade sobre a qual incidem, modificando-as mutuamente. Por essas razões, a interação entre a sociedade e o sistema jurídico é mais intensa nos costumes informais do *commom law* do que nas regras formais do *civil law* (SZTAJN; GORGA, 2005).

O funcionamento adequado de uma economia de mercado requer a efetiva tutela da liberdade de contratar, o que pode ocorrer através do uso de diferentes mecanismos e de diferentes tradições do Direito. Segundo Sztajn e Gorga (2005), as vertentes que defendem o *commom law* argumentam que o sistema teria evoluído conforme a sua eficiência na adoção das normas sociais criadas pela própria sociedade, enquanto outras correntes criticam sua eficiência devido a fatores como racionalidade limitada dos agentes econômicos, assimetria informacional e a sua dependência em relação ao passado. Apesar da constante comparação entre a eficiência econômica da família do *commom law* e do *civil law*, Arrunãda e Andonova (2005) defendem a hipótese alternativa de seleção, em que ambas as tradições jurídicas passaram por transições específicas às economias de mercado em que se inserem, levando-as à adaptação pelas circunstâncias locais. Da mesma forma, Sztajn e Gorga (2005) abordam que, para a análise da eficiência das tradições jurídicas, enquadram-se seus benefícios e custos de acordo com as particularidades de cada ambiente institucional, englobando condicionantes jurídicos e extrajurídicos.

A partir da análise dos ordenamentos jurídicos, Sztajn e Gorga (2005) afirmam que há uma convergência funcional crescente entre as duas famílias do Direito, o que compartilharia eficiências e ineficiências de ambas as tradições em seu aspecto macro. Devido a isso, a investigação sobre a eficiência da norma jurídica aconteceria de maneira micro, ou seja, a avaliação de formas pontuais, do aperfeiçoamento e da influência do ordenamento sobre o desenvolvimento econômico possibilitaria uma melhor compreensão dos arranjos institucionais e seus efeitos sobre a economia. De forma complementar, Arruñada e Andonova (2005) defendem que ambas as tradições foram eficientes em suas origens, pois estavam adequadas e adaptadas às circunstâncias específicas em que foram empregadas. Diante desse entendimento, o valor do sistema jurídico depende não apenas de suas características distintas, como também da boa adequação ao ambiente, em que as condições locais definem o equilíbrio das relações institucionais. Por isso, o desempenho das normas formais está vinculado aos fatores ambientais, o que não sugere qualquer sistema específico para as economias em transição, mas sim um desenvolvimento institucional de acordo com as circunstâncias contextuais que afetam os custos e os benefícios das diferentes sociedades.

Sendo assim, os mercados de capitais encontram-se diante de modelos de governança corporativa baseados nas características socioeconômicas dos países, na sua formação histórica e no estabelecimento da tradição de direito específica à sociedade em questão. La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) avaliam que países de tradição jurídica do *common law* possuem um melhor amparo aos investidores, como no caso do modelo anglo-saxão de governança, enquanto que a concentração da propriedade disposta nos países do *civil law* é uma consequência da fraca proteção aos acionistas e da dispersão do controle, como no caso do modelo nipo-germânico. Por isso, os autores defendem que países com menor proteção jurídica aos investidores têm mercados de crédito e de capitais menos desenvolvidos. Contudo, Sztajn e Gorga (2005) salientam as especificidades nacionais para identificar as forças que moldam o mercado ao longo de sua história.

Diante do cenário de benefícios na adoção das estruturas de governança, promoveu-se uma crescente interação entre o direito societário e o mercado de capitais. Entretanto, como a governança corporativa despontou em um ambiente cultural, econômico e jurídico específico, para a sua adoção em processos nacionais distintos é preciso formulá-la conforme o contexto em que a sociedade se organiza.

Por ser um fenômeno originário de países anglo-saxões, a governança corporativa se desenvolveu como um instituto típico do *common law*, através de um sistema legal fundado na tradição e nos costumes, construído indutivamente com base na jurisprudência. Ao se propor a assimilação de suas diretrizes em outros países, Souza (2005) verifica obstáculos em sua implantação, visto a inadequação entre o sistema legal proveniente e o sistema legal em que será adotada, principalmente se este é baseado no *civil law*, com normas escritas e codificadas.

Por essa razão, de que o ambiente institucional de cada país difere-se de um padrão genérico, sendo específico a cada sociedade, existe a dificuldade em se transpor os princípios do instituto da governança corporativa original para os demais arranjos sociais dispostos no mundo. Por conseguinte, para analisar a aplicabilidade das formas alternativas de governança corporativa no mercado de capitais, se faz necessária a compreensão das interações entre o ambiente institucional específico e a formulação das estruturas de governança das firmas nesse contexto. Para tanto, analisar-se-á na sequência a importância do arranjo institucional ao desempenho econômico através da perspectiva da Nova Economia Institucional.

2.2 A Nova Economia Institucional

A Nova Economia Institucional (NEI) aborda a importância relativa das instituições sobre o resultado econômico, no qual o arranjo institucional e suas modificações ao longo do tempo são tratados como elementos influentes na determinação da eficiência alocativa dos sistemas sociais. Dessa forma, a formulação e transformação das instituições conduzem os resultados das ações econômicas ao simbolizarem restrições e incentivos à promoção da eficiência, delimitando o desenvolvimento das sociedades por meio da evolução histórica das regras formais e informais que a regulam (NORTH, 1990). Nesse contexto, essa nova forma de pensar os processos econômicos fortaleceu-se a partir do final do século XX com o aperfeiçoamento do prisma interdisciplinar da análise econômica.

O estudo das instituições na Economia possibilitou a reavaliação de muitas questões tratadas como certas até então na ciência, o que permitiu a expansão da pesquisa econômica em relação às organizações sociais, visto que o contato com o direito, a sociologia e a ciência política é numeroso e crescente (WILLIAMSON, 1985). Tratando-se de uma interpretação diferenciada, a abordagem da NEI possui

ramos de pesquisas interligados por um elemento comum, o arranjo institucional. Sendo assim, tal corrente subdivide sua análise devido ao enfoque que trata, como a economia dos custos de transação, os direitos de propriedade, a análise econômica do direito e a nova história econômica, observando as instituições sob dois prismas, o microanalítico da estrutura de governança e o macro do ambiente institucional.

O ambiente institucional representa o conjunto de regras sociais, legais e políticas, básicas a qualquer sociedade, as quais estabelecem os fundamentos para a produção, a troca e a distribuição de bens e serviços (WILLIAMSON, 1985). Por isso, tais normas de organização definem os direitos de propriedade, os direitos contratuais e, conseqüentemente, delimitam os fundamentos econômicos das transações. Através dos efeitos das instituições sobre os custos totais da atividade produtiva, estas afetam o desempenho econômico das sociedades. Portanto, a NEI demonstra como o ambiente institucional pode incentivar ou obstruir a dinâmica econômica, determinando as formas alternativas de governança que as firmas podem aplicar. Sendo uma teoria em estágio inicial de construção, esta percebe que as instituições fazem diferença e são suscetíveis de análise, em termos de suas origens e de sua evolução ao longo do desenvolvimento social.

A partir dessa corrente, a organização econômica passou a ser examinada pela economia de custos de transação, através de um conjunto de contratos envolvendo direitos de propriedade, sendo que, para isso, agregaram-se tais conceitos ao ferramental econômico existente. Ao incrementar seu conjunto explicativo à perspectiva ortodoxa, a análise da Nova Economia Institucional se aproxima da teoria neoclássica. Entretanto, apesar da aproximação objetiva, existem diferenças reais entre um custo de produção neoclássico e o custo de governança proposto por Williamson (1985), além da distinção de alguns dos seus pressupostos.

Sendo assim, para compreender as contribuições da NEI à teoria econômica é preciso analisar os antecedentes que possibilitaram sua construção, elucidar os aspectos diferenciais frente à corrente ortodoxa, além de entender os pressupostos de sua abordagem com base em seus principais autores. Sendo eles, Coase (1990) e seus *insights* fundamentais à formulação teórica, Williamson (1985) na busca pela consolidação formal e North (1990) contribuindo na análise de como a história econômica molda as instituições a partir da sua evolução em sociedades distintas.

2.2.1 Origens e Desenvolvimento da Abordagem

A construção dos argumentos da Nova Economia Institucional provém de enfoques não ortodoxos do pensamento econômico, elaborados a partir da década de 1930. Por meio de uma nova forma de se entender as firmas, o comportamento dos agentes e as relações econômicas, surgiu o tratamento na teoria econômica de aspectos ignorados até então pelo *mainstream*, tais como o ambiente institucional, as estruturas de governança e os custos de transação. Farina, Azevedo e Saes (1997) destacam os trabalhos de Coase, Commons, Knight, Barnard e Hayek, como as principais contribuições iniciais ao redirecionamento da análise. Apesar da perspectiva inovadora, o fortalecimento da corrente ocorreu apenas nas últimas décadas do século XX e continua em constante desenvolvimento analítico.

As proposições do estudo da organização econômica preponderantes ao surgimento da NEI foram a perspectiva de Commons (1934) sobre a transação como unidade básica de análise; a ótica do oportunismo tratada por Knight (1964) como condição da natureza humana; a harmonia das relações de troca, abordada por Commons (1934) e Barnard (1979) como propósito central da economia; o estudo do contrato proposto por Llewellyn (1931) como contrapartida legal ao auxílio do estudo da organização; e, o enfoque de Coase (1937) a respeito da organização da firma e do mercado como estratégia de economizar custos de transação e propiciar a alternativa mais eficiente de governança (WILLIAMSON, 1985).

O mérito de Commons (1934) seria sua percepção da transação como unidade básica de análise em um período em que a firma era tratada pela teoria neoclássica como uma entidade indivisível, maximizadora de lucro a partir da combinação eficiente dos fatores de produção. Além disso, também auxiliou com a definição dos três princípios básicos incluídos na transação, sendo eles conflito, mutualidade e ordem, nos quais a governança seria o meio com o qual a ordenação da transação desfaz conflitos ou gera oportunidades mútuas de ganhos. Para Williamson (1985), Commons reconheceu que a firma não é apenas uma resposta às suas funções tecnológicas, mas uma organização que objetiva a harmonia das relações por meio da interação contratual das estruturas de governança.

Outra contribuição significativa para o estudo da organização econômica que antecedeu a década de 1930 foi a distinção de Knight (1964) entre risco e incerteza, o que ampliou os caminhos para a teoria da escolha em condições incertas,

distinguindo-se do pensamento neoclássico acerca da racionalidade e informação perfeita dos agentes. Knight (1964) argumentou que o principal problema em entender as ações dos homens seria reconhecer como eles pensam, como suas mentes funcionam, tendo importância o estudo da natureza humana e do risco moral como condição com que a firma precisa se salvaguardar.

Em relação à adaptação da economia às mudanças ambientais, Barnard (1979) e Hayek (1985) contribuem contrapondo a ótica das estáticas comparativas do *mainstream*, apesar de possuírem abordagens e objetivos diferentes. Para Hayek (1985), o sistema descentralizado da economia de mercado responderia de forma mais rápida e contínua às alterações da dinâmica, através do uso e do fluxo intenso das informações transmitidas via sistema de preços. O tipo de transformação autônoma de mercado trouxe a relevância do aspecto da adaptação, sendo este o argumento central da eficiência, em que os mercados adaptar-se-iam de forma mais eficaz às alterações constantes do meio, sendo a livre concorrência, conforme Hayek (1985), o processo mais eficiente às relações econômicas. Por outro lado, a abordagem de Barnard (1979) conclui pela supremacia da organização interna, através da cooperação como forma de adaptação às mudanças do meio. Preocupando-se com os processos de coordenação, enfatizou o conhecimento comportamental, o qual determinava as interações conscientes, deliberadas e propositais entre os homens. Através da racionalidade pretendida, Barnard (1979) aborda que a adaptação eficaz da cooperação representa um reajuste dos processos internos da organização frente às forças complexas do ambiente.

Apesar das preposições significativas desses autores, foi de Coase a principal contribuição ao desenvolvimento da NEI. Enquanto o pensamento econômico estava focado na compreensão do mercado e no funcionamento do mecanismo de preços, Coase (1937) abre caminho ao entendimento da gênese da firma com seu artigo *The Nature of the Firm*. Até esse momento a firma era vista como uma função de produção, em que as transformações tecnológicas dos recursos disponíveis eram processadas para a realização de bens e serviços em uma perspectiva na qual os aspectos organizacionais e as relações com os demais agentes eram ignorados. Coase (1937) procurou entender o escopo, a abrangência e os limites de uma firma, definindo esta como um espaço de coordenação das ações dos agentes econômicos de forma alternativa ao mercado, objetivando a economia dos custos de transação.

A partir dessa visão da firma, a organização deixa de ser apenas um conjunto de atividades tecnológicas de transformação de insumos em produtos, agregando em suas funções um complexo contratual que rege suas transações internas e externas. No entanto, Williamson (1985) argumenta que se manteve um dilema na análise de Coase, pois, a menos que os fatores responsáveis pelas diferenças dos custos de transação pudessem ser identificados, as razões para a escolha da estrutura de governança ainda permaneceriam obscuras. Conforme Farina, Azevedo e Saes (1997), os custos de transação apresentados por Coase não são facilmente observáveis, pois vários elementos de uma transação são tácitos, ou seja, são custos não explícitos. Além disso, seu argumento dependia da comparação entre diferentes mecanismos de coordenação, em que, a avaliação adequada de um necessitava da observação dos custos inseridos nos demais. Contudo, como sugere Coase (1937), mecanismos não implementados não podem ter seus respectivos custos observados, o que impede sua mensuração devido ao fato de só os mais eficientes serem adotados. Tal insucesso em operacionalizar os custos de transação foi responsável pela reputação tautológica da NEI entre as décadas de 1940 e 1970.

O simples argumento de Coase manteve-se à margem da teoria econômica ao longo dos trinta anos que se seguiram à sua publicação. Em parte isso se deveu à forte inércia que conduzia o pensamento econômico por ocasião da publicação de *The Nature of the Firm* (1937), de tal modo que a idéia radicalmente nova dificilmente reverteria de imediato o curso da pesquisa econômica (FARINA; AZEVEDO; SAES, 1997, p.37).

Entre 1940 e 1970 houve um hiato da perspectiva da NEI, que, para Williamson (1985), ocorreu devido ao quadro ortodoxo disposto no pensamento econômico. Tal quadro demonstrava que a alocação da atividade econômica entre empresas e mercados era tomada como dada, as firmas eram caracterizados como funções de produção, os mercados serviam como dispositivos de sinalização e o processo contratual era realizado através de um leiloeiro, sendo que suas disputas eram desconsideradas por causa da eficácia presumida das decisões judiciais. Por isso, Williamson (1985) argumenta que a abordagem ortodoxa do funcionamento das economias, aliada à atitude pública conservadora, trataram com desconfiança as potencialidades das instituições e das estruturas de governança como delimitadores da interação dos agentes e do desempenho econômico.

A economia dos custos de transação é parte significativa do renascimento da Nova Economia Institucional, com origem nos *insights* da década de 1930 a respeito da interconexão entre direito, economia e organizações (WILLIAMSON, 1985). No entanto, a operacionalização de seus conceitos não ocorreu de forma rápida ou fácil, devido, sobretudo, a sua reputação tautológica. A sobrevivência da linha de análise nos anos subseqüentes deveu-se aos custos de transação originados nos anos 1960 pelas falhas de mercado. Entretanto, foi a partir das aplicações de Williamson (1985) que a NEI começou a empreender esforços para aumentar seu conteúdo operacional, fundamentando-se como um recente paradigma nas ciências sociais. Para tanto, foi necessária a contribuição de outros autores para caracterizar a corrente como uma nova perspectiva do pensamento econômico, tais como a Economia da Informação, a reformulação do pressuposto da racionalidade econômica e a incorporação do Direito na análise econômica. Com isso, elementos antes considerados exógenos à abordagem da economia, entre eles os direitos de propriedade, a estrutura organizacional da firma e o mecanismo de governança, foram incorporados pela NEI, tornando-a uma teoria multidisciplinar.

Os principais avanços ocorreram nos conceitos de assimetria de informações e comportamento oportunista dos agentes. Sendo o pressuposto comportamental da racionalidade individual o elemento que a NEI mais se afasta da economia neoclássica, principalmente pela abordagem de Simon (1979), reconheceu-se que, embora o indivíduo condicione o seu comportamento à razão, ele o faz de forma limitada. Conforme demonstra Williamson (1985), Simon (1979) expande a tese de racionalidade pretendida de Barnard (1979) através da união dos propósitos racionais dos agentes econômicos com os seus limites cognitivos, pois as escolhas econômicas e organizacionais surgem em um contexto limitado de racionalidade. “A partir de Simon, a Economia, desde sempre definida como a ciência da escassez, pôde incorporar a escassez da capacidade de se absorver e processar informações” (FARINA; AZEVEDO; SAES, 1997, p.44).

Aperfeiçoando as preposições anteriores, Williamson (1985) atribuiu dimensões às transações por meio de elementos objetivos e observáveis, o que possibilitou bases de comparação para as estruturas de governança ao iniciar um período de consolidação da teoria microanalítica da NEI. Em contrapartida, North (1990) tratou do ambiente institucional como instrumento de análise de processos específicos de desenvolvimento econômico, demonstrando que este se relaciona com o

desempenho institucional, através da abordagem macroanalítica das instituições. Desse modo, a NEI se subdividiu em duas vertentes, com enfoque na estrutura de governança e na eficácia comparativa de suas alternativas de organização e no ambiente institucional como elemento determinante do desempenho econômico.

A abordagem institucional da NEI é construída a partir de uma teoria do comportamento humano, combinada com uma teoria dos custos de transação (NORTH, 1990). Através da correlação desses enfoques, pode-se entender o porquê das instituições existirem e qual o papel que desempenham no funcionamento das sociedades, visto que estas representam as delimitações das interações entre os agentes econômicos. Ao se inserir uma teoria da produção nessa perspectiva, North (1990) salienta que se pode analisar a influência das instituições nos resultados das economias, além das razões pelas quais as sociedades se distinguem entre si.

Porém, devido ao seu estágio inicial de desenvolvimento, Williamson (1991) aponta que os principais dilemas que a NEI encontra são, ter evoluído de forma disjunta a investigação sobre o ambiente institucional e a pesquisa em instituições de governança; a abordagem da economia dos custos de transação lidar apenas com formas polares, como a firma e o mercado, negligenciando as formas intermediárias ou híbridas, como, por exemplo, o comércio recíproco; o fato das perspectivas enfatizarem a mensuração das transações, sem espaço para a mensuração da governabilidade; e, a aplicação da economia dos custos de transação apenas em economias capitalistas e ocidentais. Apesar desses pontos sensíveis à análise, a perspectiva da Nova Economia Institucional agregou ao ferramental econômico conceitos que possibilitaram uma avaliação mais concreta da dinâmica da realidade em que se encontram as sociedades distintas, contrapondo a abordagem estática e limitada dos modelos e pressupostos neoclássicos.

2.2.2 Principais Conceitos

A abordagem da Nova Economia Institucional demonstra que as empresas, os mercados e a relação contratual são instituições econômicas importantes, as quais representam o produto do processo evolutivo das inovações organizacionais. Contudo, até o desenvolvimento da NEI, essa argumentação não ocupava a agenda de pesquisa das ciências sociais. Para Williamson (1985), parte dessa negligência pode ser explicada pela complexidade inerente às instituições, o que revela a

necessidade de pesquisas que classifiquem essas questões ao pensamento econômico, possibilitando um melhor entendimento das organizações e do progresso social. Mesmo assim, os avanços conceituais da NEI ao longo do século XX fornecem subsídio à explicação do papel do arranjo institucional sobre o desenvolvimento econômico específico em cada sociedade.

O artigo *The Nature of the Firm*, publicado em 1937 por Coase, é considerado o principal *insight* à construção da NEI. Coase (1937) procurou demonstrar uma gênese da firma que representasse o mundo real, ou seja, uma definição realista da organização econômica. A partir da visão de que o sistema econômico funcionaria por meio de um mecanismo de preços, Coase (1937) aborda que tal afirmação não se encaixa em todos os aspectos dentro de uma empresa, o que culmina na busca por métodos alternativos de organização interna face às transações no mercado. Nesse sentido, o grau de substituição do mecanismo de preços pela integração vertical da firma diferir-se-ia de setor para setor e de empresa para empresa, tornando necessária a descoberta da melhor alternativa de organização econômica.

A análise de Coase (1937) centra-se em duas formas abstratas de coordenação, o mercado e a firma. Estas formas concorrem na medida em que possuem a função comum de coordenar a atividade econômica, porém, coexistindo. Os custos de se usar certo mecanismo de coordenação diferem, fazendo com que, dependendo da magnitude desses custos, uma ou outra forma de organização é mais desejável. Com natureza distinta aos custos de produção, esses custos receberam o nome de custos de transação, pois se relacionavam com a forma pela qual se transacionava na economia. Para Coase (1937), haveria duas naturezas à formulação de tais custos, a de se descobrir os preços vigentes no mercado com a coleta de informações e os custos de negociação e estabelecimento de um contrato. Por isso, a firma seria limitada ao seu escopo à medida que certa transação fosse mais custosa de gerenciar internamente do que através do mecanismo de preços.

Ao invés de observar os limites das empresas como tecnologicamente determinados, Coase (1937) propôs que as empresas e os mercados fossem considerados meios alternativos de organização econômica. O fato das transações serem implantadas dentro de uma empresa hierarquicamente ou entre empresas autônomas, através do mercado, trata-se de uma tomada de decisão. O modo como é empregada a estrutura de governança, oriunda desse processo decisório, depende, portanto, dos custos de transação que participam em cada alternativa, o

que determina a eficiência alocativa das relações econômicas (WILLIAMSON, 1985). Deste entendimento resulta que a firma substitui o mecanismo de preços se esta encontra uma rentabilidade maior na alternativa de integração vertical, visto que há um custo na utilização das transações no mercado (COASE, 1937). Essa técnica de minimizar os custos inerentes aos contratos pela organização interna possui um limite, no qual o empreendedor pode dirigir o emprego dos fatores de produção por meio de suas restrições. Sendo assim, a empresa tem de cumprir sua função a um custo menor que no ambiente de mercado, o que insere um significado científico para explicar o porquê de uma firma se tornar maior ou menor, estabelecendo uma relação entre os determinantes da eficiência e da dimensão empresarial.

Para Coase (1937), as empresas são unidades econômicas que buscam a produção de bens e serviços à satisfação humana, através de uma organização fundamentada em um modelo de incertezas. Em tal ambiente, a firma situa-se além de mera função de produção, mas como uma relação de contratos entre os agentes, que, segundo Coase (1937), demonstram que tanto os mercados como as empresas funcionam com custos positivos a partir da escolha do modo de organização mais eficiente em comparação às alternativas disponíveis, ou seja, os custos de se transacionar no mercado existem e influenciam o custo total da atividade produtiva. Nesse ponto, as instituições propiciam confiabilidade às decisões alocativas, conduzindo à eficácia na aplicação dos recursos e à redução dos custos de transação. Assim, conforme Coase (1937), a firma aplica seus processos por meio da coordenação contratual, desenhando suas atividades a partir dos arranjos institucionais impostos pelos agentes econômicos. Por essa razão, o modo de governança da firma demonstra como esta percebe os riscos potenciais do ambiente institucional ao estabelecer ações estratégicas em suas estruturas internas.

Outra contribuição de Coase (1990) à formatação da NEI foi a inserção dos direitos de propriedade na economia. Em seu artigo *The Problem of Social Cost*, de 1960, Coase consolida a incorporação à Economia das questões ligadas ao Direito. Uma transação consistiria na troca de diferentes direitos de propriedade, em suas diversas dimensões, o que sugere que a atividade de um agente econômico, como uma empresa, pode causar efeitos indiretos sobre a atividade de outros. Sendo assim, os direitos de propriedade privados estão em constante interação pela ocorrência de externalidades, principalmente devido aos efeitos da ação de um agente sobre terceiros não relacionados diretamente. Na perspectiva do teorema

formulado por Coase (1990), as externalidades não implicariam ineficiências alocativas se os direitos de propriedade fossem bem definidos e se os custos de transação fossem negligenciáveis. A partir disso, além dos custos de funcionamento do mercado, Coase (1990) trouxe o Direito como relevante à análise econômica.

Aprimorando o conceito de custos de transação, Cheung (2005) os define como sendo os custos de elaboração e negociação dos contratos, de mensuração e fiscalização de direitos de propriedade, além do monitoramento do desempenho e da organização das atividades econômicas. Deste entendimento, Williamson (1985) defende que as instituições econômicas do capitalismo possuem a finalidade e o efeito de economizar os custos de transação, por meio da redução das fricções do sistema econômico, impostas aos contratos e aos direitos de propriedade. Ao consolidar os antecedentes da NEI, Williamson (1985) fundamenta a Economia dos Custos de Transação como uma vertente microanalítica, salientando os pressupostos comportamentais, a especificidade dos ativos e as instituições *ex post* dos contratos como forma de adaptação das estruturas de governança das firmas.

A coordenação dos limites da firma e a estrutura de governança em que esta se baseia demonstra o conjunto de processos, normas e padrões de conduta em que a organização é gerida, indicando que as instituições são importantes e, além disso, elementos passíveis de análise. Para Williamson (1985), a decodificação das características das transações, os pressupostos comportamentais de racionalidade limitada dos agentes, oportunismo e quebra de contrato, alinham as formas de governança das empresas para minimizar os custos de transação e arquitetar a estrutura de tomada de decisões com as possibilidades incertas do futuro. Nessa perspectiva, as transações representam a transferência de bens e serviços, considerados como direitos de propriedade, os quais são delimitados pela evolução das instituições através de um conjunto de contratos, com ocorrência interna à firma ou além de seus limites na cadeia produtiva.

O nexos contratuais imposto pelas instituições nas relações econômicas pode ser examinado em função dos custos de transação e dos riscos que os agentes precisam se salvaguardar. Para Williamson (1985), a governança das interações contratuais é efetuada através do ambiente institucional, principalmente pelos elementos *ex post* do contrato e não pelo simples alinhamento dos incentivos *ex ante*. Essa afirmação é fundamentada a partir dos pressupostos comportamentais da racionalidade limitada e do oportunismo, tratando estes como concepções da

natureza econômica provenientes da interação social, visto que provocam óbices ou incentivos às transações. Tal convicção apoia-se no uso de instituições para estabelecer contratos e estruturas de governança com o intuito de reduzir custos e proteger a firma contra os potenciais riscos de oportunismo.

As proposições argumentadas por Williamson (1985) consolidam os argumentos microanalíticos da NEI. Para ele, a relação de troca representa a unidade básica de análise, em que, qualquer problema relacionado a uma interação contratual pode ser utilmente investigado por meio da economia dos custos de transação. A adaptação das estruturas de governança às transações ocorreria por meio dos atributos que as definem, tais como a especificidade dos ativos, a incerteza e a frequência em que estas ocorrem. Estes elementos identificados por Williamson (1985) se relacionam com as perspectivas de racionalidade limitada e de risco de oportunismo por parte dos agentes econômicos, o que estabelece uma estrutura de governança para cada tipo de transação conforme suas características.

Por essas razões, as transações diferem-se uma das outras, o que explica a existência de diferentes estruturas de governança para reger cada negócio, pois, a partir de sua dimensão, incentivos ou controles serão empregados com variações de intensidade (WILLIAMSON, 1985). A especificidade dos ativos denotaria que ativos específicos não podem ser reempregáveis sem haver uma perda de valor, o que depende da continuidade da transação, em que, quanto maior a especificidade, maiores serão os riscos e os problemas de adaptação, aumentando os custos de transação. A frequência seria a dimensão de repetição de uma mesma espécie de transação, variando os custos envolvidos conforme a sua regularidade e reputação dos agentes envolvidos nos contratos. A dimensão da incerteza representa o risco decorrente do desconhecimento dos possíveis eventos futuros, como também o risco originário da informação assimétrica. A especificidade dos ativos transacionados relacionar-se-ia com a forma organizacional da transação, explicando esta juntamente com a dimensão da incerteza que a envolve, como também com os custos e a frequência inerentes às relações entre as partes.

Embora o processo de decisão da melhor alocação dos recursos e a forma como estes devem ser obtidos é contínuo, as organizações simbolizam unidades econômicas que coordenam capital, trabalho, recursos naturais e processos tecnológicos e de gestão em busca da geração de riqueza, através de suas estruturas de governança e nexos contratuais com os demais agentes

(WILLIAMSON, 1985). Sendo assim, as firmas estão sujeitas a ambientes distintos, com esferas interdisciplinares da organização social, econômica e política, contexto em que se torna necessária a formulação de estratégias adequadas à sua sobrevivência frente ao ambiente de concorrência e, principalmente, às adaptações contínuas impostas pelas instituições regulatórias que moldam o mercado.

A partir disso, Williamson (1985) argumenta a importância das inter-relações entre os diferentes níveis analíticos da NEI, pois a estrutura de governança se desenvolve sob os limites impostos pelo ambiente institucional e pela interferência dos pressupostos comportamentais dos indivíduos. Portanto, o arranjo institucional fornece o conjunto de regras que condicionam a seleção das formas organizacionais, as quais irão delimitar a estrutura de governança e a interação humana na sociedade. Assim, o elemento principal da relação entre as duas vertentes da NEI é a afirmação de que as transformações institucionais são os parâmetros de mudanças para as organizações internas das firmas.

No que diz respeito ao ambiente institucional, North (1990) argumenta que este representa as regras do jogo de uma sociedade. Correspondendo às limitações que moldam a interação humana, as normas formais e informais são suscetíveis de transformações e determinantes do desempenho econômico ao longo do tempo. Com isso, as instituições e organizações são os componentes da estrutura que sustenta as relações econômicas e sociais, em que o arranjo institucional condiz com as regras do jogo e as organizações com os seus jogadores. Para North (1990), a teoria institucional deve se basear no comportamento humano, visto que são os agentes econômicos que implicam mudanças institucionais, como também na teoria dos custos de transação, decisiva ao influenciar os custos da atividade produtiva.

Sendo o produto de processos passados, North (1990) aborda como as instituições condicionam a estrutura de incentivo de uma economia, na qual estas simbolizam as restrições e os estímulos criados para dar forma às interações econômicas, políticas e sociais, identificando as regras do jogo em seu aspecto formal e informal. Além disso, o conjunto institucional reduz as incertezas das conexões político econômicas da atividade produtiva, ampliando a estabilidade dos processos de troca e fluxo de informações, principalmente ao fortalecer a confiabilidade das instituições de natureza econômica, tais como o dinheiro, a propriedade privada, os contratos e, até mesmo, minimizando os custos de transacionar no mercado. Devido ao seu caráter essencial ao desempenho das

economias, as instituições estão sujeitas às mudanças necessárias com o desenvolvimento das interações entre os agentes, pois nenhum regime social, político e econômico mostrou-se imutável ao longo do tempo.

As instituições representam as restrições construídas pelos seres humanos através das normas estabelecidas na estruturação da interação social, econômica e política (NORTH, 1990). As regras informais se traduzem em sanções, tabus, costumes, tradições e códigos de conduta, enquanto que, as restrições formais são demonstradas por constituições, leis e direitos de propriedade. Tal arranjo institucional é construído ao longo do desenvolvimento das sociedades, sendo específicos a cada ambiente em que são inseridos e determinados devido à evolução histórica de suas instituições. Portanto, visto que o arranjo atual é fruto de um processo herdado de adaptações, a mudança institucional identifica que, embora o passado imponha marcas no presente, este está sujeito às imposições do sistema, afetando a dinâmica produtiva. Dessa forma, as alterações institucionais provocam oscilações no desempenho econômico ao remodelar as conexões de mercado.

Tendo em vista as adaptações das instituições às exigências graduais do meio social e produtivo, North (1990) indica que a esfera institucional ocorre em processos distintos de desenvolvimento econômico, devido à diversidade da dinâmica econômica e institucional dos países. Sendo assim, visto que a história econômica é um campo complexo e influenciado pelas transformações institucionais, faz-se necessário analisar a evolução da sociedade e as formas de se transacionar e cooperar na economia, à medida que ocorrem ajustes marginais em suas interações. Para North (1990) as instituições fornecem a estrutura básica pela qual os seres humanos criam ordem na sociedade, incentivados pela tentativa de reduzir as incertezas das trocas. Conjuntamente com a tecnologia empregada na economia, o ambiente institucional determina os custos de transação e de transformação dos bens e serviços, o que influencia a rentabilidade e viabilidade da atividade econômica. Sendo assim, é esse arranjo que conecta o passado com o presente, projetando o futuro e a história econômica através da evolução institucional.

Em relação aos mecanismos organizacionais da sociedade, o mercado mostrou-se uma instituição econômica fundamental às relações de troca entre os agentes (HAYEK, 1985). Porém, a partir dos contextos mercantis distintos, dos custos de transação e das falhas inerentes a esse processo, foi necessária a adaptação de um sistema seletivo de instituições ao longo do desenvolvimento

econômico para a promoção da história de cada sociedade (NORTH, 1990). Como as instituições determinam o desempenho das economias, a história econômica pode analisar o que torna tais instituições eficientes, pois a matriz institucional está condicionada pelas restrições formais e informais, como também pelos custos de transação do mercado. O meio de transmissão de valores culturais e a iniciativa de mudança por parte dos atores políticos influenciam a estrutura institucional, na qual se desenvolve um sistema de incentivos à criação e cumprimento dos direitos de propriedade. Contudo, é difícil modelar tal processo, o que torna evidente as disparidades nacionais de desenvolvimento socioeconômico. Por essa razão, não há respostas definitivas para todas as perguntas, o que faz como que se ampliem as possíveis análises da NEI conforme as instituições específicas em cada sociedade.

2.3 Racionalidade Econômica e Comportamento dos Agentes

A evolução da compreensão da dinâmica dos sistemas econômicos e das instituições proporcionou o desenvolvimento de novas perspectivas acerca das limitações da racionalidade humana. Constatou-se que a complexidade das interações sociais criou implicações ao comportamento dos agentes e aos custos de funcionamento dos mercados, principalmente a partir das delimitações impostas pelo ambiente institucional. Por não existir um padrão de conduta a todos os indivíduos na sociedade, para entender a realidade em que estes se inserem na organização social é preciso identificar as alternativas que o arranjo institucional fornece às suas decisões alocativas. Nesse contexto, os agentes buscam eficiência no processo decisório por meio de ações de acordo com o conhecimento que possuem.

A racionalidade é o pressuposto comportamental que explica as ações dos homens, porém não é o único elemento que as condiciona. A partir desse entendimento, Simon (1979) estuda o comportamento dos agentes econômicos através do processo decisório das organizações. A organização econômica seria determinante na construção do padrão de conduta dos homens na medida em que, na sociedade contemporânea, os indivíduos passam a maior parte de sua vida adulta trabalhando nas empresas, sendo influenciados por um ambiente repleto de forças modeladoras de seus hábitos pessoais. Através do processo de tomada de decisão, o agente constrói fundamentos para suas atitudes a partir de inúmeras alternativas de comportamento, fazendo-o de forma consciente ou não. A

racionalidade é, portanto, um critério de seleção da conduta do indivíduo baseada na relação de conformidade e eficácia entre os fins pré-estabelecidos e os meios para alcançá-los, o que molda o comportamento de acordo com as influências impostas pelo ambiente na busca pela eficiência alocativa (SIMON, 1979).

Ao conviver em sociedade, os atores sociais criam organizações em seu meio para coordenar as atividades necessárias à manutenção da civilização. Assim, o conceito de organização reflete o complexo sistema de comunicações e inter-relações existentes em um agrupamento humano, o que proporciona a cada membro um conjunto substancial de informações, pressupostos, objetivos e atitudes, condicionando sua decisão e projetando as possíveis reações do restante do grupo (SIMON, 1979). Sendo esse comportamento humano intencionalmente racional, porém com limites à racionalidade, Simon (1979) aborda que a principal preocupação da teoria das organizações reside nos limites entre os aspectos racionais e irracionais da conduta social. Assim, a teoria da racionalidade intencional e limitada da conduta humana trata de agentes que contemporizam as informações porque não possuem meios para maximizá-las, reconhecendo um homem administrativo do mundo real em comparação ao homem econômico maximizador e onisciente em suas preferências da teoria neoclássica.

O processo de listar os possíveis comportamentos, determinar suas consequências e comparar os ganhos de cada alternativa necessita da informação plena de cada agente. Como existe a assimetria informacional, a capacidade de seguir o processo na tomada de decisão é afetada pelo conhecimento dos indivíduos, sendo que estes apoiam sua ação racional com base nas informações que detêm. Simon (1979) estabeleceu a compreensão do conhecimento limitado e dos limites cognitivos das propriedades psicológicas como distinções entre o comportamento teórico defendido pela corrente ortodoxa (maximização da utilidade e informação perfeita) e o comportamento real dos agentes econômicos. Conforme Simon (1979), existem limites à racionalidade, pois a capacidade do ser humano para a resolução de problemas complexos é muito pequena em comparação à dimensão das situações que exigem a ação racional.

No processo decisório escolhem-se alternativas consideradas como meios adequados para atingir os fins desejados. A tomada de decisão é influenciada pelo conhecimento que o agente detém a respeito das consequências das ações de seu comportamento, em que este escolhe, a partir de suas preferências, um conjunto de

estratégias em dado período de tempo (SIMON, 1979). Ao presumir a ação dos demais agentes de acordo com o padrão estabelecido no grupo, a relação entre os valores dos indivíduos e o sistema de conduta determina se o sistema será competitivo ou cooperativo. Sendo assim, a racionalidade trata-se da “seleção de alternativas de comportamento preferidas de acordo com algum sistema de valores que permite avaliar as consequências desse comportamento” (SIMON, 1979, p.78). Através desse mecanismo de padronização dos hábitos sociais e do condicionamento imposto pelas instituições ao comportamento humano, a sociedade organizou de forma sistêmica as interações entre os indivíduos.

Nesse contexto, a ação do homem em sociedade se desenvolveu a partir de um processo evolutivo de instituições, as quais delimitavam a estrutura social ao longo do tempo. Conforme Veblen (1987), por meio do ambiente institucional e do nível tecnológico da organização social, os hábitos de conduta e de pensamento da sociedade foram moldados, definindo suas ações através de um padrão de resposta às situações semelhantes, reproduzindo os costumes da vida humana. Assim, a dinâmica das relações econômicas promoveu modelos de comportamento capazes de satisfazer os desejos dos agentes, adaptando sua conduta de acordo com o sistema interdependente de seleção das instituições. Em relação às normas formais, Hayek (1985) defende o Direito como forma de promover a satisfação dos desejos da liberdade individual, a partir da formação do sistema social e da ordem jurídica ao longo da evolução das instituições. Os objetivos do homem seriam alcançados porque seu pensamento e ação são orientados por instituições que evoluíram na sociedade em um processo de seleção, a partir dos ganhos à ordenação social agregados na experiência das gerações.

Assim, se o homem possui toda a informação relevante a partir de um sistema de preferências e se ele comanda os meios disponíveis de conhecimento, Hayek (1945) argumenta que o problema econômico que permanece é o uso da lógica, ou seja, da racionalidade. Contudo, conforme Hayek (1945), não é o que ocorre na realidade. Os dados a partir dos quais se fundamentam as decisões econômicas não são homogêneos para toda a sociedade, pois o conhecimento das circunstâncias não existe de forma concentrada ou integrada, estando disperso de maneira incompleta e frequentemente contraditória em cada indivíduo. Com isso, o problema econômico passa a ser a utilização do conhecimento que não é dado ao agente em sua totalidade. Nessa perspectiva, Hayek (1945) aponta que a solução é produzida

pelas interações das pessoas nas relações de troca, sendo que cada uma delas possui um conhecimento parcial e limitado em sua racionalidade. Nesse sentido, o ambiente institucional promove salvaguardas às incertezas, sendo o ordenamento jurídico o elemento condicionante da ordenação social.

Os limites da racionalidade são decorrentes da incapacidade da mente humana em aplicar a uma decisão todos os aspectos de valor, conhecimento e comportamento que poderiam ter importância para a escolha, sendo tal modelo representado por um sistema estímulo-resposta operado dentro dos limites do ambiente psicológico (SIMON, 1979). Os estimulantes do processo decisório podem ser controlados devido à integração da escolha e a sua socialização, visto que as instituições sociais podem ser consideradas como a sistematização da conduta dos indivíduos devido à submissão comportamental da sociedade aos estímulos que lhe foram impostos. Segundo Simon (1979), as organizações e instituições permitem a formulação de expectativas quanto à ação dos membros da sociedade, além de proporcionar diretrizes ao comportamento. Portanto, as instituições, determinam os parâmetros da racionalidade humana, a qual recebe estímulos do ambiente institucional em que opera e pelo qual é moldada.

O indivíduo racional condiz com uma pessoa organizada e institucionalizada, em que o comportamento do agente econômico é delimitado pela organização social por meio do ambiente institucional (SIMON, 1979). Em tal arranjo são criados elementos formais, como a ordem jurídica, as normas contratuais e a legislação, e elementos informais, como os costumes, tradições e a ética, para definir os limites às interações sociais e ordenar a sociedade. Sendo assim, ao longo da evolução humana, construíram-se imposições que definiram o padrão de conduta, o que tornou necessária a reavaliação do pressuposto da informação perfeita e da maximização da utilidade, devido aos limites do conhecimento e aos riscos impostos pelo possível comportamento egoísta e aético dos agentes econômicos.

O enfoque da Nova Economia Institucional trata do homem contratual, o qual representa a organização da sociedade por meio das relações baseadas em contratos, envolvendo os direitos de propriedade das transações. Com isso, Williamson (1985) argumenta que, para tal avaliação, é preciso definir os pressupostos comportamentais dos agentes, os atributos que envolvem as transações e o grau de interferência da ordem jurídica na solução dos conflitos. No que confere à compreensão das ações dos homens, torna-se clara a complexidade

em que este se comporta diante do ambiente institucional, principalmente pela dificuldade em se prever as reais atitudes e interações humanas. Ao buscar o enfoque da realidade econômica das firmas e dos mercados, a NEI visa o tratamento da natureza humana comportamental, baseada na racionalidade limitada, reconhecendo os limites cognitivos dos indivíduos, e no oportunismo, o qual representa o risco pela busca do interesse próprio do agente.

Em relação à racionalidade econômica, Williamson (1985) a classifica em três níveis. O primeiro conceito é a racionalidade de maximização, em que os indivíduos são capazes de absorver e processar toda a informação disponível para, assim, agir de acordo com a maximização de seu objetivo. O segundo nível que Williamson (1985) apresenta é o de racionalidade limitada, esta demonstra a suposição do comportamento humano em que a NEI se baseia. A mente humana, assim como os demais fatores de produção, seria um recurso escasso, no qual os agentes são intencionalmente racionais, porém o fazem de forma limitada. Sendo assim, durante o processo econômico os atores se empenham na busca de seus objetivos, o que é delimitado pela capacidade de obtenção de informações necessárias às escolhas racionais e pelo processamento das complexidades contratuais. Dessa forma, o recurso da racionalidade é escasso, com custos em sua utilização, o que delinea um conjunto de escolhas alternativas face ao ambiente institucional e à maximização dos objetivos econômicos. O terceiro tipo de racionalidade exposto é a racionalidade orgânica, sendo a de nível mais fraco. Esse conceito apresenta que a capacidade racional dos indivíduos não é suficiente para direcionar a escolha de um quadro institucional que amenize os problemas *ex post* dos contratos. Da mesma forma em que estes são incompletos, suas lacunas demonstram contingências não previsíveis, com respostas irracionais, como o estabelecimento de rotinas frente à situação.

O recurso “racionalidade” é escasso, implicando custos à sua utilização. Devido a esses custos, os agentes limitam o uso da cognição, o que implica que suas decisões não [...] corresponderão àquelas que seriam obtidas empregando-se racionalidade plena. Ao invés de uma decisão ótima, o agente contenta-se com uma decisão satisfatória (FARINA; AZEVEDO; SAES, 1997, p.73).

Existem dois aspectos que limitam ou restringem a racionalidade de um agente segundo Simon (1976), a incerteza em relação aos acontecimentos futuros aliada à complexidade cognitiva para identificar as informações relevantes, e a complexidade

computacional, para processá-las em tempo e custos hábeis. Tal concepção alternativa apresenta que os agentes tentam comportar-se racionalmente, mas de forma limitada. Isso porque existe a comparação do custo marginal de completar (incerteza), depurar e interpretar (complexidade cognitiva) informações e calcular (complexidade computacional) o ótimo exato com o respectivo benefício marginal. Essa argumentação provoca um transtorno na determinação das decisões racionais dos agentes, pois incerteza e complexidade geram várias soluções subótimas através de alternativas do comportamento dos agentes e estratégias distintas para as empresas. Conforme salientam Farina, Azevedo e Saes (1997), a racionalidade limitada abordada pela NEI não representa o mesmo de incerteza. A racionalidade está ligada à característica do indivíduo, enquanto que a incerteza é uma característica do ambiente, mais especificamente, da transação. Dessa forma, a incerteza condiz com uma limitação do ambiente em que se insere a racionalidade. No que diz respeito à orientação individual, o oportunismo se agrega à racionalidade limitada como um elemento que afeta os custos de transação.

Assim como o princípio racional, Williamson (1985) apresenta três níveis de comportamento de autointeresse, sendo eles o oportunismo forte, o autointeresse simples e a obediência. O oportunismo em seu nível mais forte é o conceito em que a NEI se baseia, demonstrando a busca individual pelo autointeresse como formas sutis de enganar, seja de modo passivo ou ativo, seja *ex ante* ou *ex post* ao contrato. Através da divulgação incompleta ou distorcida das informações, o comportamento oportunista é uma condição de assimetria informacional, que complica os termos contratuais das organizações, visto o desvio das regras.

A importância do pressuposto comportamental de oportunismo está na possibilidade de surgimento de problemas de adaptação decorrentes da incompletude dos contratos. A racionalidade limitada implica contratos incompletos e, conseqüentemente renegociações futuras. O oportunismo implica que as partes podem se aproveitar de uma renegociação, agindo eticamente, [...] impondo perdas à(s) sua(s) contraparte(s) na transação (FARINA; AZEVEDO; SAES, 1997, p.79).

O princípio para a existência dos custos de transação é o reconhecimento de que os agentes econômicos são racionais limitadamente e oportunistas. Na medida em que é impossível ao indivíduo prever e processar todas as informações, presumindo ainda a assimetria informacional, os contratos por ele formulados não corresponderão às potenciais contingências futuras, ou seja, não é possível delimitar

na forma contratual *ex ante* alguns dos elementos das transações. Através da racionalidade dos agentes, mesmo que de forma limitada, estes vão agir na concepção de instituições que amenizarão os problemas contratuais futuros, o que modela a estrutura de governança para impedir o comportamento oportunista envolvido nas transações (WILLIAMSON, 1985).

Sendo assim, a possibilidade de problemas futuros quanto ao comportamento dos agentes faz com que a organização social desenhe um ambiente institucional que amenize tais condições e viabilizem as transações. Nesse sentido, criam-se instrumentos formais e informais que disciplinam a conduta humana, delimitando as interações entre os agentes no mercado. O pressuposto comportamental da racionalidade individual é o ponto que a NEI mais se afasta da economia neoclássica, principalmente pela abordagem de Simon (1979), o qual reconhece que, embora o indivíduo condicione o seu comportamento à razão, existem limites a sua conduta. Tal afirmação identifica que os contratos efetuados para uma situação são incompletos, pois não se pode prever todas as contingências futuras que interferem na transação, e, por isso, um contrato é incapaz de resolver *ex ante* todas as possibilidades, necessitando do arranjo institucional para identificar as alternativas que amenizam os custos originados da interação humana.

A investigação da economia dos acordos contratuais proposta por Cheung (1983), em seu artigo *The Contractual Nature of the Firm*, reconhece que a visão da firma de Coase (1937) diz respeito à escolha de um contrato. A firma é uma forma de organizar atividades por meio de disposições contratuais diferentes daquelas originadas nos mercados de produtos comuns. Os custos das instituições conduzem ao surgimento de uma empresa em substituição ao mercado, em que as operações neste envolvem produtos, enquanto que as transações internas à firma tratam de fatores de produção. O agente que detém o conjunto limitado de direitos de utilização dos recursos, definidos contratualmente, orienta as atividades produtivas, sendo que o crescimento da firma pode ser visto como substituição de um produto do mercado por um fator de produção interno, com o intuito de poupar custos de transação. Essa problemática trata-se de uma questão de escolha, pois é possível identificar diferentes tipos de custos de transação e como estes variam em circunstâncias diversas. Qualquer insumo produtivo para Cheung (1983) condiz com uma propriedade privada, visto que seu proprietário tem o direito de escolher os modos de sua utilização, o direito de extrair renda exclusiva e o direito transferi-lo

através das trocas com outro agente. Isso implica em celebrar contratos, sendo as transações realizadas a partir de arranjos institucionais com a finalidade de produzir maior renda ao proprietário, limitando sua escolha através dos custos de transação.

No caso de um acordo contratual em que o direito de uso do recurso é delegado a outro agente, esse direito é entregue em troca de uma renda, sob a forma de um contrato que vincula as partes a seguir suas instruções. A delimitação em que ocorrem esses direitos é complementada por um entendimento implícito, pelo costume e pela lei comum. Com os direitos de propriedade privada, a análise econômica demonstra que a entrada do proprietário dos direitos no tipo de contrato descrito ocorre tendo em vista um ganho em relação as suas outras opções. O que é estabelecido no contrato são os limites de ação que se espera que os agentes façam, acordando conforme as alternativas que possuem. Por isso, Cheung (1983) argumenta que a empresa não substitui o mercado, mas que um tipo de contrato substitui outro devido às transações dos direitos de propriedade.

A firma pode ser tão pequena quanto uma relação contratual entre dois agentes, como tão grande quanto toda a economia, dependendo da forma como se realiza a cadeia contratual (CHEUNG, 1983). Quase todos os indivíduos na sociedade estão vinculados por contratos ao competir e interagir entre si, o que pode assumir a forma de variados arranjos e distintas implicações econômicas. Com isso, há a substituição contratual de acordo com os custos de informação, medição e negociação no mercado de bens e serviços e os custos de agência, organização das atividades e risco em se cometer erros, no mercado de fatores de produção. A dimensão da empresa é determinada na formação contratual de suas relações, devido à complexidade da variedade de arranjos dispostos no mundo real. Por essa razão, Cheung (1983) aborda que se sabe menos sobre a definição e o tamanho da firma a partir dessa argumentação, mas reitera que o custo social da transação e da contratação são bases para a compreensão da realidade das organizações sociais.

Nesse contexto, as transações não são reguladas exclusivamente pelo sistema de preços, mas também pelos mecanismos que se encontram lastreados nos contratos. As organizações econômicas representam uma coordenação contratual que reflete as limitações impostas pelo ambiente institucional e por seus objetivos estratégicos (ZYLBERSZTAJN; SZTAJN, 2005). Assim, as formas alternativas de coordenação, por meio da governança, trazem resultados diferentes para as organizações, o que culmina na tomada de decisão da firma baseada em sua

racionalidade limitada e na sua cadeia contratual. Portanto, o desempenho do sistema econômico depende do modo como ocorre o conjunto de relações entre pessoas físicas e jurídicas. É nesse ambiente que os contratos estabelecem o padrão de comportamento, através de deveres que as partes definem em interesse mútuo como forma de coordenar suas ações e realizar ganhos coletivos. A partir dos diferentes custos de transação e da escolha das estruturas de governança, o estabelecimento dos contratos visa um melhor desempenho econômico das firmas e dos mercados, os quais geram implicações ao desenvolvimento socioeconômico.

2.4 Governança Corporativa

A organização social representa um conjunto complexo de interações entre os agentes econômicos. Sendo sujeita aos riscos proporcionados pela combinação de incerteza, racionalidade limitada e comportamento oportunista, nesse ambiente, criam-se mecanismos de governança como resposta aos perigos da conduta humana a partir da percepção dos atores em desenvolver instituições que minimizem os custos oriundos dessas relações. Por meio dessa interação, o ambiente institucional delimita as alternativas de governança através de um processo moldado por distintos arranjos contratuais, visando atenuar os custos de transação e promover eficiência às escolhas organizacionais (WILLIAMSON, 1996).

A explicação dos mecanismos adotados pela organização econômica em seu modo de governança reside na economia dos custos operacionais, estrutura pela qual se conduz a rentabilidade das firmas. Para Williamson (1996), o estudo da governança representa a formatação de arranjos viáveis na relação entre os objetivos da empresa e os meios adequados para alcançá-los. Com esse entendimento, a eficácia dos modos alternativos de organização delimita a estrutura institucional interna às empresas por meio de um ambiente no qual o conjunto de transações é decidido pela alocação dos recursos. Sendo assim, a necessidade de governança nas relações de troca reduz os custos de funcionamento do mercado a partir do arranjo contratual, estipulado conforme os riscos inerentes ao ambiente.

O processo de escolha das alternativas de governança por parte das empresas pode ser impulsionado pelo conceito de adaptação do sistema econômico. Para tanto, as firmas se reestruturam devido às exigências do meio em que se inserem, adaptando-se de forma autônoma, em resposta às mudanças nos preços relativos,

ou por meio da cooperação administrativa para tornar mais eficiente a organização interna (WILLIAMSON, 1996). Como as transações necessitam da adaptação proporcionada pela governança para promover um melhor desempenho econômico, é preciso adequar a estrutura organizacional às condições estabelecidas pelo mercado e pelos riscos dispostos no ambiente, interação que ocorre entre a cadeia contratual da firma e os limites internos para a integração vertical.

Dado que as empresas criam planos estratégicos para investir em projetos que lhe proporcionem rentabilidade, a perspectiva de economia dos custos de transação de Williamson (1996) salienta que os atributos dos investimentos da firma e as características das estruturas de governança devem ser alinhados para, assim, definir a origem do capital empregado, seja com dívida para com terceiros ou com o uso do capital próprio. Alguns projetos são fáceis de financiar por meio de empréstimos se a especificidade dos ativos físicos é baixa ou moderada. Contudo, quando esta característica do ativo torna-se grande, as reivindicações de bônus face o investimento são de preferência aos proprietários, necessitando, dessa forma, de capital próprio ao financiamento. Nesse caso, não só o custo do investimento aumenta, mas também os benefícios oriundos deste. O resultado é que o financiamento pelo capital próprio proporciona um maior envolvimento organizacional, através dos instrumentos de controle interno da governança empresarial, sendo o meio financeiro adequado para projetos onde a especificidade dos ativos é grande e de maior rentabilidade à firma (WILLIAMSON, 1996).

A Economia dos Custos de Transação interpreta o conselho de diretoria como uma estrutura de segurança facilitadora da atração de capital dos acionistas, em que o endividamento ou emissão de ações não são vistos como simples alternativas da estrutura de capital, mas como modos alternativos de governança. Qualquer falha nessa aplicação pode resultar em problemas financeiros às empresas, visto que os credores exercerão os seus direitos conforme o grau com que os ativos estão disponíveis. Por isso, o conselho da governança torna-se uma forma pela qual se reduz o custo do capital, envolvendo a limitada flexibilidade dos investimentos e demandando o empenho da organização. Para Williamson (1996), os controles adicionais impostos pela governança apresentam melhores propriedades de confiança, em que as dívidas externas são o financiamento via processo de mercado e a administração dos riscos contratuais representa o instrumento financeiro interno.

A eficiência da atividade empresarial, especialmente das organizações constituídas como sociedades anônimas, decorre da aptidão das companhias em financiar seus investimentos na busca pela sustentação no mercado competitivo. A captação de recursos via mercado de capitais oferece financiamentos menos onerosos às empresas do que os empréstimos de terceiros no mercado de crédito. Por isso, para aprimorar as relações entre as firmas e os investidores, surge a governança corporativa como forma de proporcionar maior confiabilidade à capitalização de recursos, referindo-se como um sistema de princípios que assegura direitos aos *stakeholders* e segurança ao investimento (SOUZA, 2005).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) demonstra a governança corporativa como sendo o sistema pelo qual as companhias são dirigidas e controladas, assegurando aos sócios proprietários o governo estratégico da empresa e o monitoramento das ações da diretoria executiva (IBGC, 2009). Essa relação entre propriedade do capital e gestão dos recursos ocorre na estrutura da corporação, por meio de instrumentos de controle e de ferramentas à formulação das ações estratégicas. Através do conselho de administração, conselho fiscal e da auditoria externa, a boa governança corporativa assegura aos sócios características como equidade, transparência e reponsabilidade, em relação aos resultados e à conformidade com as normas legais do país. Nesse sentido, a governança corporativa pode ser entendida como um sistema de normas que estruturam a sociedade anônima, no qual se atribuem responsabilidades aos participantes da atividade empresarial, além de assegurar direitos aos acionistas minoritários, empregados, fornecedores, clientes e à comunidade em que a firma se insere. Esse arranjo demonstra o nexo contratual da cadeia de direitos de propriedade das firmas, o que permite a identificação dos objetivos da empresa e os meios que ela utiliza para alcançá-los. Com o intuito de propiciar uma fiscalização mais eficiente do desempenho empresarial, a governança visa a promoção da confiança social ao disponibilizar credibilidade aos diversos órgãos da sociedade.

O sistema de governança corporativa adotado pelas firmas depende do ambiente institucional em que esta se insere, pois são as instituições formais e informais os elementos condicionantes da formação do mercado de capitais local e do grau de proteção aos investidores, aspectos que influenciam as estruturas de governança (SILVA, 2006). As alternativas estruturais disponíveis às organizações se desenvolvem de acordo com as delimitações impostas pelo arranjo institucional,

agregando a esses cenários a racionalidade limitada dos agentes e a cadeia de contratos dispostas nas relações econômicas. É nesse ambiente que a empresa procura estabelecer o melhor modelo de governança adequado a sua realidade, empregando controles e monitoramentos em seus processos internos. Portanto, o resultado desse processo é a promoção da eficiência no desempenho econômico e consequente incremento do valor da empresa e do retorno do investimento aos acionistas, aspectos que fortalecem a credibilidade do mercado de capitais.

O estabelecimento de princípios e práticas adequadas da governança corporativa aplicam-se a qualquer tipo de organização, independente do porte, natureza jurídica ou tipo de controle. Por isso, as alternativas de governança se conjecturam conforme as definições de cada tipo de firma, pois estas variam de acordo com o cenário que a organização se insere, assim como o que ocorre com a argumentação de Williamson (1985) acerca das transações. Nesse contexto, as sociedades anônimas representam associações de capital com fins lucrativos, constituídas para fornecer bens e serviços à sociedade, cuja distribuição de resultados e direitos estão vinculados à participação no capital, com complexa estrutura administrativa e fortes controles internos (IBGC, 2009).

As boas práticas de governança em cada tipo de organização são recomendações objetivas, conduzindo os interesses da empresa com o intuito de otimizar o valor da firma, facilitar o acesso a recursos e contribuir para a longevidade desta (IBGC, 2009). Sendo assim, o sistema em que as empresas são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolve mecanismos para formular um ambiente seguro aos investidores, promovendo confiança ao mercado. Nesse sentido, as diretrizes básicas da governança corporativa demonstram os princípios de transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa como forma de interação entre os *stakeholders* e a organização. Em relação à transparência, a governança disponibiliza aos interessados as informações necessárias para a definição da ação gerencial. A equidade promove o tratamento justo a todos os sócios, enquanto que estes devem prestar contas com responsabilidade, zelando pela sustentabilidade das organizações por meio da ordem social e ambiental disposta na definição dos negócios e operações (IBGC, 2009).

Os direitos de propriedade envolvidos nas relações entre os agentes são elementos que conduzem à estruturação da economia de mercado, através dos nexos contratuais dispostos na sociedade. Dessa forma, a propriedade tem a função

de ligar as fontes de capital do mercado de ações com o processo interno da empresa, em que sua qualidade se torna indispensável à criação de valor da firma devido ao papel desempenhado pelos proprietários na estrutura de governança da organização. Sendo assim, os aspectos da governança corporativa estão voltados à prestação de contas, por meio da qualidade e acessibilidade das informações, ao conjunto formal de controle e equilíbrio de poder, como também à capacidade destas características resultarem na prosperidade do negócio (CARLSSON, 2001).

Portanto, a governança é um sistema de administração e exercício do poder em organizações, sendo composto por estruturas, relações, processos e um objetivo a ser alcançado, em que a estrutura de governança visa gerir a empresa da melhor forma possível, para garantir os resultados desejados e favorecer a longevidade da organização econômica. A necessidade de se construir um sistema como esse surge conforme a firma vai se tornando maior, pois as suas interações, tanto em relação às atividades internas, como nos processos externos do mercado, adquirem complexidade ao longo do tempo. Quando incorporadas ao ordenamento jurídico, algumas dessas práticas se tornam obrigatórias, outras condutas representam instrumentos de autorregulação, as quais são adaptadas às particularidades das firmas. Com o fortalecimento desse conceito, identificou-se que os investidores estavam dispostos a pagar mais por empresas que adotavam boas práticas de governança e que esse processo favorecia a longevidade empresarial (CVM, 2014).

Diante desse cenário, as empresas são instituições econômicas complexas que influenciam a alocação dos recursos na sociedade. Sendo assim, Penrose (2006) argumenta que a natureza do sistema econômico é formulada a partir das firmas que neste se inserem, assim como pelo modo de interação entre os agentes. Portanto, a estrutura de governança aplicada representa o produto da evolução de como as firmas aprenderam a agir com eficácia no ambiente específico. Com a maior complexidade das relações econômicas, os ciclos das economias passaram a exigir mais das firmas. Assim, foram demandadas inovações que conduziram ao acirramento da competitividade empresarial por meio da construção de estratégias na busca de uma vantagem competitiva sustentável e um desempenho superior no mercado (PORTER, 1989). Por essas razões, a organização das estruturas de governança se adequou às exigências do meio, o que conduziu a eficiência da tomada de decisão, propiciou a economia dos custos de transação e promoveu o desenvolvimento empresarial conforme as disposições do ambiente institucional.

Quadro 1 - Síntese dos Conceitos Teóricos

Conceito	Descrição	Referências
Ambiente Institucional	Regras sociais, legais e políticas básicas à sociedade, as quais estabelecem os fundamentos para o meio econômico e político ao ordenar as ações dos indivíduos e suas interações econômicas.	Hayek (1985), North (1990).
Estrutura de Governança	Modo pelo qual o mercado se estrutura para economizar custos de transação e garantir a eficiência alocativa no processo de tomada de decisão.	Coase (1937), Williamson (1985).
Desenvolvimento Empresarial	Processo de aprimoramento da competitividade empresarial diante da escolha da alternativa de governança. Ocorre por meio da construção de estratégias que visam uma vantagem competitiva sustentável e um desempenho superior no mercado.	Porter (1989), Penrose (2006).
Evolução Institucional	Transformação institucional que conduz os resultados econômicos por meio da evolução histórica das regras formais e informais, criando parâmetros de mudanças às organizações econômicas.	Hayek (1985), North (1990).
Instituições Formais	Normas formais, leis, jurisprudência, acordos contratuais.	North (1990), Williamson (1985).
Instituições Informais	Costumes, tradições, tabus, processos culturais, ética e padrões de conduta.	North (1990), Williamson (1985).
Governança Corporativa	Conjunto de processos, normas e padrões de conduta que gerem a organização econômica, de forma que a estrutura de governança se desenvolve sob os limites do ambiente institucional e pela interferência do comportamento dos agentes.	Williamson (1985, 1991, 1996), Souza (2005), IBGC (2009), Carlsson (2001).
Transação	Unidade básica de análise que representa a troca de diferentes direitos de propriedade, em que suas dimensões determinam as alternativas de estrutura de governança adequadas às relações econômicas.	Williamson (1985, 1991).
Comportamento dos agentes	Racionalidade limitada e comportamento oportunista dos agentes são os pressupostos comportamentais que influenciam as decisões econômicas.	Simon (1976, 1979), Williamson (1985, 1996).
Racionalidade limitada	Seleção de alternativas de comportamento preferidas de acordo com um sistema de valores que avalia as consequências da ação de acordo com os limites impostos a essa racionalidade.	Simon (1976, 1979), Williamson (1985, 1996).
Comportamento Oportunista	Busca individual baseada no comportamento de autointeresse, que causa assimetria informacional e quebra de contratos.	Simon (1976, 1979), Williamson (1985, 1996).
Custos de Transação	Custos do funcionamento das relações de troca, os quais envolvem a elaboração e negociação de contratos, a mensuração e fiscalização de direitos de propriedade, como também o monitoramento do desempenho e organização das atividades econômicas.	Coase (1937, 1990), Williamson (1985), Cheung (1983, 2005).
Contratos	Vínculos que os indivíduos estabelecem para cooperar ou interagir na sociedade, estabelecendo a ordenação e organização social.	Cheung (1983, 2005), Zylbersztajn; Sztajn (2005), Cooter; Ulen (2010).

Fonte: quadro elaborado pela autora.

3 A EVOLUÇÃO INSTITUCIONAL DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

A partir da análise institucional, o processo de desenvolvimento econômico de uma sociedade pode ser vinculado à evolução histórica de suas instituições. Diante desse entendimento e do fato de que os sistemas econômicos representam organizações sociais em constante transformação, observa-se que as especificidades institucionais moldam as trajetórias das economias ao promover incentivos ou óbices às relações econômicas e sociais. Sendo assim, a história socioeconômica é delimitada pelos fatos históricos que se sucedem ao longo do tempo, como também pelo aspecto evolutivo das instituições presentes no ambiente social, de modo que esta relação define a interação humana e as conexões de mercado de forma específica e dinâmica a cada arranjo econômico (NORTH, 1990). Tendo essa perspectiva como ponto de partida, para compreender os efeitos do arranjo institucional sobre o desenvolvimento empresarial no país, mostrou-se necessário caracterizar as origens que influenciaram a implantação do mercado de capitais no Brasil, o evento institucional que marca sua consolidação e a adaptação contínua de suas instituições ao longo do tempo, análises elaboradas na sequência.

3.1 Os Entraves ao Processo Reformador

Através da evolução adaptativa do ambiente institucional e sua influência sobre o desempenho das economias, o surgimento do mercado de capitais no Brasil está relacionado ao processo de formação econômica e jurídica do país, o qual interage de forma dinâmica com os fatos históricos e econômicos existentes desde a época como colônia portuguesa. Sendo assim, a partir da etapa colonial que se formam as características estruturais condicionantes do desenvolvimento socioeconômico brasileiro, visto que a história e a economia não são formadas por instantâneos, mas por desdobramentos que, em sequência, vislumbram a interface da organização social e econômica ao longo do tempo. Portanto, para a compreensão das origens do mercado de valores mobiliários no Brasil, torna-se necessário o detalhamento dos principais eventos históricos que o influenciaram, bem como os aspectos intrínsecos ao ambiente institucional durante seu processo de formação e os institutos jurídicos que o moldaram no decurso de sua evolução.

O interesse na utilização econômica das terras brasileiras surge através da expansão comercial europeia e da pressão política de outros países sobre Portugal, os quais exigiam a efetivação da ocupação territorial (FURTADO, 2007). Com a visão da metrópole portuguesa baseada em fluxos comerciais de exploração dos fatores econômicos dos territórios do Império, o tipo de colônia empregado no Brasil estava fundamentado na extração das riquezas através da acumulação primitiva de capital e da exploração dos recursos naturais. Dessa forma, a história brasileira se inicia como um território do Império Português, caracterizando-o como membro da empresa agrícola, mercantil e escravocrata da metrópole. Segundo Furtado (2007), a economia colonial não apresentava desenvolvimento econômico, porém, a renda gerada pela colônia crescia em virtude do incremento extensivo do uso dos fatores de produção, principalmente devido à abundância de terras para cultivo. Por isso, tais características estruturais, baseadas no exclusivo metropolitano, na monocultura de grande propriedade e no trabalho escravo, conjecturam-se como os elementos do atraso relativo à implantação da indústria, pois não fomentavam a economia interna.

Desse modo, durante a etapa colonial eram impostos à colônia limites institucionais, políticos e econômicos em relação ao emprego de suas transações, ao desenvolvimento de conhecimentos e indústrias internas, como também à restrição ao comércio exterior. Por essas razões, no início do século XIX, a atividade econômica interna de maior significado era o comércio atacadista de diversos gêneros e mercadorias, entre as quais, a mais rentável e mais relevante operação era o tráfico de escravos. Tais fatos indicam que não se fazia necessário um mercado de capitais para financiar as empresas, afinal, como nem mesmo existia uma economia monetária suficiente para facilitar as transações comerciais, não se desenvolveram empresas significativas nesse período. Sendo assim, Carvalho (2014) aponta que o financiamento do giro do comércio recaía sobre os atacadistas, importadores e exportadores, sendo estes a comunidade de negócios no país.

No início do século XIX, com a abertura dos portos e a vinda da família real para o Brasil em 1808, a colônia passa a ter uma maior visualização internacional, concentrando as principais operações comerciais do território na cidade do Rio de Janeiro (LEVY, 1977). Em virtude da chegada da Corte, eram necessários recursos para abastecer a coroa, visto que havia carência de moeda e intermediários, assim como inexistiam instrumentos de crédito que facilitassem o giro do comércio. Com a intensificação das necessidades impostas pelas transações econômicas, promoveu-

se a primeira subscrição de ações no país, em 1808, como forma de captar recursos no mercado. Na operação foram lançados 1.200 títulos do Banco do Brasil, instituição que passaria a ter como objetivo a emissão de papel-moeda para suprir a intensificação da demanda monetária. “Mais do que criar meios para o desenvolvimento do país, o novo banco tinha por missão angariar recursos para a manutenção suntuária da corte portuguesa” (CARVALHO, 2014, p.15). Apesar das vantagens a quem tomasse os papéis, a subscrição foi encerrada somente em 1817 devido à falta de procura pelas ações, sendo esta a primeira operação de mercado mobiliário e o mais longo lançamento de ações no Brasil.

A partir da chegada da família real, incorporaram-se as Praças do Comércio em território nacional, o que, como sinônimo de bolsa, deu origem à Praça de Comércio do Rio de Janeiro. A entidade sem configuração jurídica representava um conjunto de comerciantes, atacadistas e intermediários de serviços paralelos, os quais eram agentes de seguradoras e corretores de mercadorias, moedas e fretes de navios. Segundo Carvalho (2014), o surgimento da Bolsa do Rio de Janeiro, em 1820, ocorreu como um produto das relações do Corpo do Comércio, em que as operações entre os comerciantes por conta própria e os intermediários não mantinham restrições ao ingresso de membros e limitações quanto às suas transações, a não ser o pagamento de uma taxa de anuidade.

Com o empobrecimento da colônia diante da concorrência comercial dos produtos do Caribe e dos Estados Unidos, aliado à diminuição da receita da Corte, aumento da carga tributária e descontentamentos políticos, promoveu-se o encerramento da etapa colonial com a independência do Império do Brasil. O fato histórico não representou transformações econômicas à antiga colônia, já que o passivo colonial dos portugueses diante dos ingleses, nação amiga e principal fornecedora de manufaturas, foi incorporado ao novo Estado (FURTADO, 2007). Com esse cenário, Carvalho (2014) sinaliza o marco inicial do mercado de capitais no Brasil como sendo a primeira oferta de títulos públicos no país, em 1828, através das operações com papéis da dívida do nascente Império do Brasil. Esses negócios eram feitos nas ruas, sem qualquer órgão encarregado de registrá-los, formalismo burocrático ou infraestrutura adequada, pois não havia entidades constituídas juridicamente para a regulação. Assim, foram os comerciantes os agentes que captaram no mercado o volume de recursos demandados pelo Governo Imperial, por meio de banqueiros de investimentos informais dispostos na comunidade comercial.

Sem uma regulação específica até então, as sociedades anônimas surgiram ao final dos anos 1830, através de novos empreendimentos e, sobretudo, a partir da implantação do Banco Comercial do Rio de Janeiro em 1838, o qual disponibilizaria as operações bancárias necessárias no período. Segundo Carvalho (2014), nas origens do mercado de ações brasileiro não era necessária a admissão à cotação em bolsa, em que, quaisquer companhias eram suscetíveis de ter suas ações negociadas, assim como não havia impostos sobre os resultados das firmas ou algum controle em relação à governança corporativa, mas sim a liberdade de movimentação de capitais para dentro ou para fora do país. Desse modo, o ambiente institucional era marcado pela insegurança, visto que as regras sociais, legais e políticas, que fundamentavam o meio econômico, conforme argumentam Hayek (1985) e North (1990), não estabeleceram um contexto seguro ao ordenamento das ações dos indivíduos e suas interações. Portanto, nas origens do mercado acionário no Brasil, não havia um ambiente institucional que promovesse a economia de custos de transação a partir de uma estrutura de governança adequada às firmas, como defendem Coase (1937) e Williamson (1985), o que corrobora a insegurança dos agentes em promover o desenvolvimento empresarial.

Ao longo do século XIX, um negócio dependia de importações que levavam meses para chegar ao porto, o que fez com que as primeiras empresas com ações anunciassem a subscrição de papéis em pequenas parcelas. Através desse processo, as firmas faziam seu planejamento contando com o ingresso futuro dos recursos parcelados dos acionistas, defendendo-se da eventual inadimplência por meio de um instituto jurídico denominado comisso. Com o objetivo de garantir o andamento das operações, este era uma pena econômica aos subscritos que não cumprissem com a parcela a que eram designados, sendo seus princípios expressos nos estatutos das companhias (CARVALHO, 2014). Assim, as sociedades anônimas garantiam a proteção do capital por meio de acordos contratuais em contrapartida à insegurança institucional, estabelecendo vínculos em seus estatutos e prevenindo-se de eventuais comportamentos oportunistas dos agentes, ordenação que visava a economia de custos de transação através de vínculos contratuais nas estruturas de governança, como salientam Coase (1937), Cheung (1983) e Williamson (1985).

Até esse momento as atividades na bolsa pelos corretores eram livres, sem restrições ao seu desempenho, apenas com a regulamentação estabelecida nos princípios da Sociedade dos Assinantes da Praça, organização que formalizou a

transformação do Corpo do Comércio em uma entidade jurídica, reconhecendo a existência e atuação dos corretores em 1834 (CARVALHO, 2014). Apenas em 1845 que a função de intermediário foi reconhecida pela legislação brasileira através do Decreto n. 417, que tinha como ementa a arrecadação de um imposto sobre o exercício da profissão. Apesar do aspecto tributário, o decreto admite a atuação dos corretores, estabelecendo determinações acerca de suas atividades e, sobretudo, definindo-os como agentes intermediários para comprar e vender diversos bens e serviços para seus contratantes, tais como mercadorias, navios, fundos públicos, obrigações, letras de câmbio e quaisquer papéis comerciais com negociações por descontos, seguros, contratos, fretes e empréstimos (BRASIL, 1845).

Na segunda metade do século XIX, momento em que ocorre a centralização física dos corretores no Brasil, o interesse do Estado em se manter informado sobre o volume de negócios, a cotação dos títulos da dívida pública e o câmbio, como também a cobrança de impostos nas transações mercantis, determinaram a intervenção estatal por meio da institucionalização da corporação dos corretores de fundos públicos (LEVY, 1977). Sendo assim, em 1849, foi lançado o Decreto n. 648 com uma regulação mais rígida sobre a atividade, em que a exclusividade de intermediação foi a contrapartida exigida por uma elite de corretores, os quais criaram moldes corporativos para defender seus privilégios. O decreto restringia o número de corretores de fundos públicos, determinando a vitaliciedade e hereditariedade dos cargos, sendo estes vitalícios e com possibilidade de nomeação de seu sucessor, também se definia que as transações só ocorreriam no pregão da bolsa, além da impossibilidade dos corretores contraírem sociedades jurídicas e da imposição de comissões obrigatórias. Com esse aspecto regulatório, foi criada a Junta de Corretores com o intuito de dirigir e regular a atividade através da fiscalização de suas operações no mercado (BRASIL, 1849). A partir dessas transformações institucionais que se iniciou de forma gradual um processo histórico e evolutivo das regras formais e informais, que condicionavam as organizações econômicas através dos parâmetros abordados por Hayek (1985) e North (1990).

A partir da Lei n. 556/1850, foi editado o Código Comercial do Império do Brasil por meio da reunião das normas e práticas mercantis vigentes, sendo um conjunto de costumes e tradições comerciais divididas em três partes, entre elas o comércio em geral, o comércio marítimo e as falências. Em relação ao mercado de capitais, o código é superficial, entretanto, trata os corretores como os principais agentes

auxiliares do comércio, apesar de reiterar o regulamento do Decreto n. 648. O Código Comercial discrimina a Praça do Comércio não apenas como um local, mas também como sendo a reunião dos comerciantes, capitães e mestres de navios, corretores e outras pessoas empregadas no comércio. Além disso, o Código define a liberdade de atuação no mercado por parte dos comerciantes, em que estes poderiam agir sem a intermediação de um corretor (BRASIL, 1850).

Durante o século XIX, as transformações das relações de produção promoveram condições ao fomento do processo produtivo manufatureiro. A partir da institucionalização da Junta dos Corretores, seguida da elaboração do Código Comercial e da reorganização do Banco do Brasil, observa-se uma fase de prosperidade em que havia abundância de moeda metálica, estabelecimentos de crédito e de sociedades anônimas. Dessa forma, ao longo da segunda metade do século XIX, desenvolveram-se novas empresas na medida em que se alterava a pauta de importações, em que se cessava o tráfico de escravos e se exigia mais das máquinas (LEVY, 1977). Já no início da década de 1850, ocorreram diversas inovações econômicas, demonstrando expectativas positivas em relação à atividade empresarial. Com a liberalidade do Código Comercial, era permitido a qualquer um fazer as próprias transações sem um intermediário, o que favoreceu o aumento dos negócios. Apesar da prosperidade, a vulnerabilidade da economia de exportação manifestou-se em 1857 devido a uma crise de liquidez, pelos custos da Guerra do Paraguai, de 1864, e por uma crise comercial ocorrida no mesmo ano, fatos que, segundo Levy (1977), provocaram a perda de eficiência no mercado financeiro.

Em uma reação conservadora ao liberalismo do Código Comercial e às iniciativas do empresariado na criação de novas empresas, foi imposta após a crise de 1857 a obrigatoriedade cartorial da intervenção dos corretores nos negócios empresariais. Para Carvalho (2014), o surto de inovação e progresso foi interpretado pelas forças conservadoras do Segundo Reinado como especulação, o que promoveu a reação governamental de contenção às atividades do mercado e da bolsa, visto que julgavam tal atuação prejudicial aos interesses do setor agrícola. Embora o século XIX possa ser considerado o início da estruturação de um mercado de capitais no Brasil, através do nascimento de empresas nacionais, esse período ainda era marcado pelos aspectos coloniais, em que a atividade econômica principal era o setor agrícola exportador. Diante disso, as forças políticas mantinham-se favoráveis à consolidação de um ambiente institucional que promovesse o centro

dinâmico da economia, o que levou à construção de instituições de acordo com tais interesses, sendo este argumento enfatizado por Hayek (1985) através do processo seletivo de instituições na ordenação da organização social e econômica.

Desse modo, surge a Lei 1.083, de 1860, como uma legislação em que se dificultava a criação das sociedades anônimas e a circulação de seus papéis, passando esta a ser conhecida como a Lei dos Entraves. O maior objetivo do regulamento era evitar a disseminação de novas empresas com capital aberto, tornando obrigatória a intervenção de um corretor, pois ficava proibida a organização ou funcionamento de sociedades anônimas, em qualquer ramo de atividade, sem a autorização prévia do governo por meio de decreto ou lei. De forma retroativa às sociedades já implantadas, era imposto o envio ao governo de demonstrações e documentos, como também de ordens por escrito autorizando as operações, que, apesar de implicar transparência aos resultados das negociações, se mostrava como um entrave a mais em uma época em que todos os registros eram manuais e sem avanço tecnológico significativo. Outra característica da lei era a criação de uma reserva de mercado compulsória para os corretores, revogando a liberalidade de operação do Código Comercial e mantendo a exclusividade dos negócios aos intermediários nomeados pelo governo, em que suas operações deveriam ser efetuadas somente dentro da Praça do Comércio (BRASIL, 1860).

Nesse período, conforme Furtado (2007), a gestação da economia cafeeira representou uma transição entre o fim da etapa colonial e o surgimento de uma economia capitalista baseada no trabalho assalariado. Tal transformação das características estruturais da economia promoveu a criação de um mercado consumidor interno e as bases para o futuro processo de industrialização, conduzindo o ambiente propício ao surgimento de incentivos às novas sociedades anônimas, principalmente na província paulista. O surgimento de empresas e de um mercado de capitais em São Paulo, a partir de 1870, estava subordinado aos regulamentos vigentes na Lei dos Entraves, dependendo da autorização governamental para a instalação das companhias. Contudo, como não existia praça do comércio ou bolsa de valores, nem corretores de fundos públicos, o mercado não estava organizado em termos legais. Conforme Carvalho (2014), esses fatores possibilitaram que a exigência da Lei dos Entraves fosse revogada, o que levou aos intermediários paulistas operarem por conta própria, de forma livre e sem a obrigatoriedade de um corretor, o que ampliou o mercado de capitais em São Paulo.

As operações na bolsa estão na raiz da transformação do processo produtivo e se desenvolveram de forma conjunta à expansão do comércio do café, ao aumento do volume de moeda circulante e à ampliação dos horizontes de acumulação mundial, o que promoveu condições favoráveis à constituição de novas sociedades anônimas (LEVY, 1977). Entre 1870 e 1880, enquanto o mercado paulista viabilizava os empreendimentos privados, no Rio de Janeiro ainda permanecia o oficialismo cartorial das operações. Através da valorização das empresas tradicionais, os novos negócios passaram a ser aceitos pelos investidores, até que, em 1882, é sancionada a Lei n. 3.150, a qual revoga as restrições impostas à criação das companhias pela Lei dos Entraves ao permitir seu estabelecimento sem autorização prévia do governo, porém mantendo as formalidades burocráticas na constituição e no funcionamento das sociedades (CARVALHO, 2014). Diante desse fato, a demanda do mercado conduziu à criação de parâmetros para a mudança legislativa, de forma que as instituições se adaptaram conforme a evolução histórica, assim como argumenta North (1990) diante do processo de transformações institucionais.

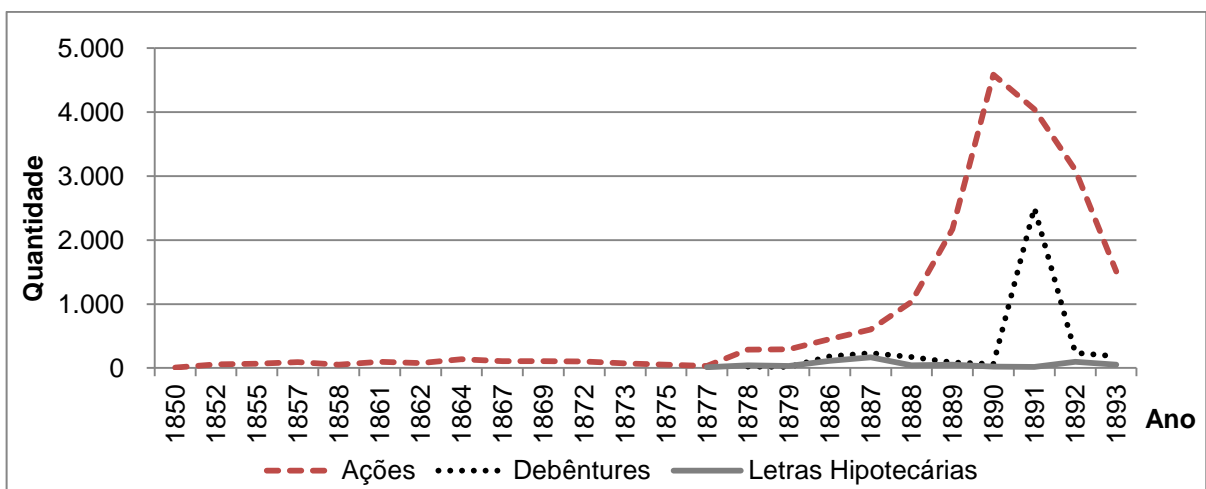
Os fatos históricos ocorridos nas últimas décadas do século XIX representaram uma importante fase na história brasileira, influenciando o rumo do mercado de capitais ao longo do século XX. A Abolição da Escravidão, em 1888, demonstrou uma das grandes rupturas econômicas ao longo dos quatro séculos desde a etapa colonial, favorecendo o surgimento de uma onda de otimismo sobre a sociedade. Em sequência, a Proclamação da República, em 1889, conduziu às maiores transformações estruturais da história brasileira, através da alteração de todo o regime de trabalho e do sistema político que, em consequência, afetaram as interações da atividade econômica. A expectativa originada desses eventos históricos influenciou a Bolsa do Rio com o otimismo da sociedade, aumentando rapidamente os preços e volumes de negócios. Para Carvalho (2014), esses fatos promoveram o marco fundamental do capitalismo no Brasil, como também a clássica fase especulativa que ocorreu na época, o chamado Encilhamento.

Encilhamento foi o nome pelo qual ficou conhecida a política econômica adotada durante o governo provisório do marechal Deodoro da Fonseca, [...] para injetar dinheiro na economia e incentivar a industrialização nacional. O programa previa o estímulo à emissão de papel-moeda, a criação de novas sociedades anônimas e linhas de crédito para o investimento em ações (BARCELLOS, 2010, p.1).

Com início ainda no governo imperial e perdurando por cerca de um ano e meio, o Encilhamento como especulação na bolsa de valores tratou-se de um mercado informal em que se negociavam ações fora do seu recinto, ampliando o mercado de capitais por meio dos novos negócios impulsionados pela Abolição da Escravidão. O segundo choque na sociedade brasileira, a constituição da República, fez o mercado reagir cautelosamente. Entretanto, a partir da incorporação do Banco dos Estados Unidos do Brasil, os lançamentos de novas ações incrementaram-se rapidamente, promovendo um crescimento considerável no número de sociedades anônimas existentes no período de 1888 a 1891 (CARVALHO, 2014). Sendo assim, os aspectos políticos e sociais da sociedade brasileira influenciaram a atividade econômica e a interação dos agentes, demonstrando que o ambiente institucional se adapta de forma evolutiva às exigências do meio, o que, conforme argumenta North (1990), remodela as conexões do mercado e delimita o desempenho da economia.

Diante do cenário de otimismo da sociedade, o crescimento do movimento de negócios no mercado de capitais pode ser verificado no Gráfico 1, o qual demonstra que, durante a metade final do século XIX, a quantidade de operações dispostas entre ações, debêntures e letras hipotecárias na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, aumentou consideravelmente a partir dos eventos de 1888 e 1889. Apesar do crescimento, este se deu de forma desordenada, o que culminou na retração difundida pelo Encilhamento, em virtude da crise especulativa de 1891.

Gráfico 1 - Movimento da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro 1850-1893



Fonte: gráfico elaborado pela autora com base nos dados disponíveis em LEVY (1977).

Segundo Carvalho (2014), a especulação do mercado informal acabou quando o Ministro da Fazenda decretou a criação de um imposto de 3% sobre as operações futuras, com o objetivo de reduzir a alavancagem do mercado. Mesmo com a medida revogada, a instituição informal do Encilhamento continuou funcionando, porém, houve quedas significativas de preços, visto que a confiança por parte dos agentes econômicos foi perdida, resultando em inúmeros prejuízos e na crise financeira de 1891. Após a especulação, iniciou-se a formatação de uma legislação que evitasse um episódio semelhante, momento no qual se implantou uma série de decretos para limitar as operações no mercado, conforme exposto no ANEXO A. O principal regulamento editado no período foi o Decreto Legislativo n. 354, de 1895, o qual reformou a bolsa e a profissão de corretor, que, ao contrário da negociação livre, passou a ser reimposta a exclusividade dos corretores dos fundos públicos (BRASIL, 1895). Essas alterações regulatórias levaram a uma conjuntura de normas semelhante ao ambiente restritivo da Lei dos Entraves, garantindo aos corretores uma reserva de mercado e o monopólio na intermediação de valores mobiliários.

Ao longo do século XIX, os momentos de crise do setor empresarial foram promovidos pelo aumento do volume de negócios especulativos no mercado, o qual não mantinha um ambiente regulador estruturado de forma adequada. Diante da queda das bolsas, preços e transações do mercado acionário, não foi estabelecida a consolidação de um ambiente regulatório que promovesse os limites institucionais das conexões econômicas e, ao mesmo tempo, o crescimento ordenado do mercado como fonte de captação de recursos para as firmas. Em contraposição, nas duas situações de crise, foram implantadas normas formais, baseadas em leis, que se tornaram empecilhos à expansão e fortalecimento do mercado de capitais no Brasil, visto que eram óbices às operações do mercado na medida em que se tornou obrigatória a intermediação de um corretor. Tais condições levaram a um ambiente institucional que restringia as interações econômicas, promovendo o monopólio das operações aos corretores vitalícios, a atrofia da atividade econômica e a impossibilidade de uma organização eficiente do mercado através das estruturas de governança para, assim, economizar os custos de transação e garantir a eficácia no processo de tomada de decisão empresarial, assim como Coase (1937) salienta.

A primeira década da República Velha foi marcada pela crise especulativa do Encilhamento, como também pela crise das finanças brasileiras, oriunda dos custos econômicos das revoltas internas e dos desequilíbrios do mercado externo, devido

aos reflexos nos preços e consumo de café diante da depressão mundial. Sob o aspecto institucional, o mercado de capitais iniciou o século XX com condições estáveis, visto que as transformações dos anos 1890 já haviam sido superadas e as bolsas e corretores do Rio de Janeiro e de São Paulo tinham alcançado a exclusividade operacional. Entretanto, o aspecto econômico do mercado de capitais estava em meio a um período de turbulências, com austeridade monetária promovida pela contração nos meios de pagamento diante da crise dos anos 1890. Essa agitação foi contornada a partir da expansão de debêntures e a difusão do crédito municipal, na qual os municípios passaram a utilizar o mercado de capitais como forma de captar recursos para as obras públicas (CARVALHO, 2014).

No início do século XX, a crise na demanda internacional pressionou o declínio da economia cafeeira, tornando o setor externo menos atrativo. Devido à recessão econômica ocasionada pela crise financeira de 1929, ao estancamento da demanda internacional e ao excesso de oferta oriunda da contínua expansão das plantações, ocorre o deslocamento do centro dinâmico da economia do setor exportador para o de produção interna. Com isso, a mudança na dinâmica econômica transfere o capital da economia cafeeira para a produção de bens de consumo que irão abastecer o mercado interno, dando início ao processo de industrialização nacional, o qual se consolida a partir de 1950 com os bens de capital (FURTADO, 2007). Perante esse cenário, a crise mundial mostrou-se benéfica ao Brasil, pois, ao estancar o setor externo, promoveu-se o início da industrialização do país. Contudo, a recessão do mercado de capitais mundial, em 1929, não provocou mudanças institucionais no cenário de regulação brasileiro, muito menos a promoção do mercado acionário como fonte de recursos para a capitalização das empresas nacionais, uma vez que ainda vigoravam as regulamentações do final do século XIX como óbices à expansão das sociedades anônimas.

O mercado de valores mobiliários que predominara até a I Guerra Mundial foi gradualmente substituído pelos papéis governamentais, das três esferas federativas, os quais se tornaram maioria nas bolsas a partir dos anos de 1920. Segundo Carvalho (2014), poucas sociedades anônimas procuravam as bolsas para se registrar e durante os anos do Governo Vargas, o mercado de capitais não teve a oportunidade de se institucionalizar como um mecanismo de financiamento da industrialização no Brasil. Em 1946, com a publicação do Decreto n. 9.783, foi que se tornou obrigatório o registro das sociedades anônimas na bolsa mais próxima de

sua sede (BRASIL, 1946). Conforme Barcellos (2010), o objetivo não era aprimorar ou expandir o mercado, mas arrecadar taxas compulsórias das empresas, o que culminou na criação de diversas bolsas estaduais, menos expressivas e sem possibilidade de desenvolvimento no mercado de ações.

Com a construção da base industrial no final da década de 1950, o mercado de ações passou a ter condições de superar os títulos públicos e a concorrência na arrecadação da poupança nacional com o mercado imobiliário. Em meio ao ambiente de instabilidade econômica e de agitação política no início dos anos 1960, começa a surgir entre os corretores medidas que incentivassem o mercado de capitais e lhe dessem estabilidade, assim como reformulações nas leis que tratavam das sociedades anônimas e da organização das bolsas. Sendo assim, de acordo com Barcellos (2010), ocorre em 1965 o marco no processo de aperfeiçoamento institucional do mercado de valores mobiliários, a Lei n. 4.728, denominada de Lei do Mercado de Capitais, elemento essencial ao início da regulação do mercado.

A partir da análise dos fatos históricos e econômicos ao longo da história brasileira, principalmente do período entre a etapa colonial até a consolidação do mercado de capitais na década de 1960, observam-se imposições institucionais externas face ao ambiente institucional brasileiro, o que conduziu às características específicas da sociedade e do processo de adaptação evolutiva das instituições, argumentos defendidos por Hayek (1985) e North (1990). Mesmo após a independência política, a qual superou os laços coloniais com a metrópole portuguesa, o Brasil se mantinha dependente economicamente e, sobretudo, ligado aos aspectos estruturais da economia colonial. Esses fatos delinearão os condicionantes do desenvolvimento socioeconômico nacional e, em consequência, delimitaram as origens do mercado de valores mobiliários no Brasil, o que fez com que, apenas em meados do século XX houvesse a formatação de uma regulação institucional efetiva sobre as operações no mercado acionário.

No decorrer do século XIX e início do século XX, não havia uma regulação sobre o mercado de capitais por parte de um órgão específico, apenas os fatores macroinstitucionais ligados à legislação brasileira sobre a atividade de corretagem, instalação e funcionamento das sociedades anônimas, como também os elementos microinstitucionais conectados aos usos e costumes informais da esfera jurídica e comercial que permeava a comunidade de negócios. Sendo assim, conforme Carvalho (2014), a origem do mercado de capitais brasileiro está caracterizada pela

ação dos comerciantes, os quais baseavam seu comportamento conforme a tradição das práticas comerciais e jurídicas, mediante as imposições legais que foram sendo construídas com o tempo. Com isso, o ambiente institucional ligado às instituições formais de leis, acordos contratuais dos estatutos das empresas e das operações de corretagem, são os elementos que condicionaram a estrutura de governança das companhias brasileiras que, aliados às instituições informais dos costumes, tradições e padrões de conduta, determinaram as transações e o comportamento dos agentes ao longo do desenvolvimento do mercado de valores mobiliários no século XIX, tal como argumenta Williamson (1985) e North (1990) na determinação das estruturas de governança perante as limitações do ambiente institucional.

Diante disso, através da estrutura de governança baseada nas instituições dispostas nos estatutos internos, as empresas condicionavam os vínculos contratuais com os acionistas, estabelecendo a ordenação da captação de seus recursos, o que expõe o nexo contratual defendido por Cheung (1983). Esses contratos, baseados nas garantias dos usos e costumes jurídicos e comerciais ao longo do desenvolvimento brasileiro, mostraram-se mecanismos para a salvaguarda empresarial em relação ao comportamento oportunista e à racionalidade limitada dos agentes econômicos, assim como exposto por Williamson (1985). Contudo, o desenvolvimento empresarial através da captação via mercado acionário não se mostrou significativo até meados do século XX, condição determinada devido ao estancamento das operações por meio da exclusividade cartorial e das instituições legais impostas após a crise do Encilhamento, as quais são apresentadas em sequência temporal no ANEXO A e de forma sintética no Quadro 2.

Quadro 2 - Principais Legislações do Mercado de Capitais no Brasil 1500-1963

1845	1850	1860	1882	1891	1895	1946
Dec. n. 417	Lei n. 556	Lei n. 1.083	Lei n. 3.150	Dec. n. 1.362	Dec. Leg. n. 354	Dec. Lei n. 9.783
Regulação sobre a atividade dos corretores	Código Comercial	Lei dos Entraves	Revoga as restrições sobre as S/A	Cria um imposto sobre as operações futuras do Encilhamento	Reorganiza a corporação dos corretores de forma restrita	Registro obrigatório das S/A na bolsa

Fonte: quadro elaborado pela autora com base no ANEXO A.

Através de mudanças tópicas ao longo do tempo, a regulamentação incorporada após a crise financeira de 1857 esteve em vigor até a Lei do Mercado de Capitais, formulada em 1965. Portanto, sem considerar o período do Encilhamento, a Lei dos Entraves de 1860 foi efetiva por mais de cem anos, a qual criou o monopólio dos corretores oficiais na negociação de títulos públicos, como também promoveu os condicionantes do mercado de capitais brasileiro no século XX. Desse modo, o funcionamento das bolsas brasileiras foi desde a liberdade de seus membros, passando pelas restrições dos regulamentos do final do século XIX, até a exclusividade cartorial que impedia a expansão do mercado. Sob a ótica institucional, foi apenas com a Lei do Mercado de Capitais que as bolsas passaram a expandir sua atuação junto às estruturas de governança das empresas, caracterizando-se como instituições alternativas na captação de recursos para o financiamento de suas transações e promoção do desenvolvimento empresarial.

3.2 A Consolidação Institucional

Ao longo da história do mercado de capitais brasileiro é possível contextualizar dois quadros institucionais com características e sistemas regulatórios distintos. O primeiro cenário corresponde à análise anterior a 1965, em que as particularidades do mercado estão marcadas pelos fatos históricos, econômicos e políticos oriundos dos eventos do século XIX. O segundo contexto corresponde ao resultado de constantes evoluções nos aspectos institucionais, sendo estas transformações acumuladas devido aos desafios e oportunidades vivenciadas pela história brasileira desde a década de 1960. Segundo Mattos Filho e Prado (2012), no Brasil, a responsabilidade pela criação, atrofia ou crescimento do mercado acionário pode ser atribuída, em parte, à sua regulamentação jurídica. Sendo que, é a partir de 1964 que começam a ser implantadas estratégias regulatórias com o objetivo de transformar o mercado de capitais em uma fonte significativa de recursos de longo prazo para o desenvolvimento das atividades das companhias nacionais, através das legislações demonstradas em sequência temporal no ANEXO A.

Diante dessa perspectiva, a compreensão do atual desenho institucional do mercado de capitais no Brasil está vinculada aos acontecimentos de 1964. Apesar das características em que se originou o mercado brasileiro, é a partir desse período que surgem alterações significativas no modelo regulatório adotado até então. O ano

de 1964 é marcado pela instabilidade econômica e pela agitação política, sendo o quadro macroeconômico de inflação elevada, déficit público significativo e deteriorização das contas externas, agravado a partir da renúncia de Jânio Quadros, cenário que permaneceu ao longo do Plano Trienal de João Goulart em que, sua persistência, ajudaria a conturbar o cenário político já instável, culminando no golpe civil-militar (VILLELA, 2011). Tendo em vista o panorama de estagflação da economia brasileira, as diretrizes econômicas do período foram marcadas pelo combate à inflação e pelo lançamento de reformas na estrutura fiscal e financeira. A partir desses objetivos, elaboraram-se um conjunto de transformações institucionais para a reformulação do sistema, iniciando o processo de consolidação do mercado de valores mobiliários no Brasil (MATTOS FILHO; PRADO, 2012).

O Sistema Financeiro Brasileiro era constituído, até meados de 1960, de quatro tipos de instituições, os bancos comerciais privados e as financeiras, os quais atuavam na provisão do capital de giro para as firmas; as caixas federais e estaduais, que provinham o crédito imobiliário; e os bancos públicos, presentes na intermediação de prazos mais longos a partir do Banco do Brasil e do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico. Defronte esse quadro, o principal objetivo da reforma financeira foi dotar o Sistema Financeiro Nacional com mecanismos capazes de sustentar o processo de industrialização já em curso, de forma não inflacionária. Portanto, foi necessário reorganizar o mercado monetário, a partir da criação de duas novas instituições, o Conselho Monetário Nacional (CMN) com funções normativas e reguladoras e o Banco Central da República do Brasil (BC) como executor da política monetária. Com isso, para viabilizar o modelo, estabeleceram-se normas para o funcionamento do mercado de capitais, possibilitando o acesso a recursos de longo prazo por parte de instituições financeiras e empresas interessadas na captação de recursos (HERMANN, 2011). Sendo assim, as regulamentações do mercado foram estabelecidas em uma série de leis e resoluções a partir da reforma financeira, apresentadas no ANEXO A.

Segundo Mattos Filho e Prado (2012), um dos entraves para o crescimento econômico do período era a escassez de crédito de longo prazo para o financiamento da atividade econômica das empresas nacionais. Tal cenário era decorrente dos altos índices de inflação, da vigência da Lei da Usura, a qual não permitia a cobrança de juros acima de 12% ao ano, como também da restrição do crédito por parte do governo como medida de combate à inflação, determinando

que, tanto a alocação, como a geração de poupança no Brasil, eram prejudicadas pelo baixo retorno real dos ativos de longo prazo. Sendo assim, as firmas contavam com os recursos do sistema bancário privado, do governo e do mercado paralelo de desconto de letras de câmbio para financiar suas operações, em que, a desigualdade das oportunidades de financiamento entre empresas nacionais, públicas e multinacionais era grande e o acesso a recursos externos em forma de divisas era exclusivo para as companhias estrangeiras e estatais.

A partir da intensificação da baixa oferta de recursos de longo prazo para as empresas nacionais, o governo defendeu o fortalecimento do mercado de capitais, em especial o mercado de ações, pretendendo não apenas o seu desenvolvimento, mas também a democratização das firmas em um amplo modelo com captação de recursos na poupança popular. Contudo, o cenário empresarial brasileiro estava marcado pelo controle familiar, sem interesse em partilhar a tomada de decisão e fornecer informações aos investidores. Além disso, não existia a cultura de aplicação em capitais pela sociedade, a qual preferia o mercado imobiliário e as letras de câmbio como forma de investimento. Por essas razões, as reformas institucionais de 1964 e 1965 não foram suficientes para desenvolver o mercado de capitais como o esperado, sendo necessário, de forma paralela às instituições, mecanismos tributários como incentivos fiscais, utilizados pelo governo para impulsionar o investimento no mercado de ações (MATTOS FILHO; PRADO, 2012).

Durante a consolidação das instituições regulatórias do mercado de capitais ainda prevalecia os aspectos de assimetria informacional e racionalidade econômica limitada dos agentes, uma vez que o processo de seleção das alternativas de comportamento argumentado por Simon (1976) estava condicionado a um cenário empresarial familiar, com pouco interesse em divulgar informações da tomada de decisão da firma para os investidores. Da mesma forma, nas estruturas de governança das empresas nacionais, não existiam elementos ligados ao conjunto de processos e padrões de conduta de uma governança corporativa, limitando a transparência dos resultados e intensificando a racionalidade limitada dos agentes econômicos. Assim, os riscos oriundos do comportamento oportunista e da possibilidade de quebras contratuais que Williamson (1985) sinaliza, se mostravam significativos no cenário do mercado de capitais brasileiro, mesmo com a inicial estruturação de um ambiente regulatório das transações.

As medidas adotadas a partir das regulamentações de 1964 e 1965 tinham o objetivo de garantir a proteção do retorno real dos ativos através de atuações diferenciadas por segmento. Para os títulos públicos foram criadas as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), instituindo a correção monetária da dívida pública com base na inflação ocorrida ao longo de cada período de pagamento de juros. Para os ativos privados de renda fixa, os títulos e empréstimos, a Lei do Mercado de Capitais e as resoluções posteriores do BC autorizaram a emissão de instrumentos financeiros com correção monetária. Já para os ativos de renda variável, as ações, os incentivos fiscais foram concedidos através de reduções ou isenções de imposto de renda para as empresas emissoras de valores mobiliários e seus investidores. Além disso, para os bancos públicos foram criados mecanismos de captação de longo prazo, a partir de fundos formados por recursos das autoridades monetárias ou pela poupança compulsória (HERMANN, 2011).

A reformulação mais significativa da área financeira foi estabelecida pela Lei n. 4.595/1964, a qual estruturou o Sistema Financeiro Nacional a partir da criação do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central, que passariam a disciplinar as instituições financeiras como organismos definidores das diretrizes normativas e reguladores do funcionamento do mercado. Além disso, a Lei n. 4.357/1964 autorizou a emissão das ORTN, adotou a correção monetária e concedeu benefícios fiscais para o investimento no mercado de capitais; e a Lei n. 4.506/1964 criou o conceito de Sociedade de Capital Aberto, isentando as companhias do pagamento de imposto sobre lucros distribuídos. Já em 1965, foi promulgada a Lei n. 4.728, conhecida como Lei do Mercado de Capitais, sendo a legislação que representou o marco institucional de regulamentação do mercado, delimitando as funções dos bancos comerciais, bancos de investimento, sociedades corretoras e distribuidoras de valores mobiliários, entre outras. Nesse momento, a disciplina do mercado ficou a cargo do CMN e a fiscalização do BC (MATTOS FILHO; PRADO, 2012).

A reforma bancária proposta pela Lei n. 4.595 estruturou o Sistema Financeiro Nacional a partir de disposições sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, criando o Conselho Monetário Nacional e dando outras providências sobre o controle da moeda e do câmbio e outros assuntos vinculados ao sistema bancário. No que diz respeito ao mercado de capitais, a legislação criava a supervisão do mercado, através de um inciso que afirmava como competência do CMN a disciplina das atividades das bolsas de valores e dos corretores de fundos

públicos (BRASIL, 1964). Segundo Carvalho (2014), essa normativa determinava, pela primeira vez na história do mercado de valores mobiliários brasileiro, a regulação da bolsa e dos corretores, característica distinta da antiga vinculação com os ministérios e secretarias estaduais de fazenda, que até então vigorava. Isto representa um avanço institucional à medida que tira o elemento regulatório do campo da política, levando-o para a esfera técnica.

De forma a dar prosseguimento às reformas propostas pelo governo, a Lei n. 4.728/65 tem como ementa a disciplina do mercado de capitais e estabelece as medidas para o seu desenvolvimento. Quanto à estrutura regulatória, a lei determina a disciplina dos mercados financeiro e de capitais ao Conselho Monetário Nacional e sua fiscalização ao Banco Central da República do Brasil, atribuindo as seguintes funções aos órgãos administrativos: facilitar o acesso do público às informações sobre os títulos mobiliários distribuídos no mercado e sobre as sociedade que os emitirem; proteger os investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas; evitar modalidades de fraude e manipulação destinadas a criar condições artificiais da demanda, oferta ou preço de títulos distribuídos no mercado; assegurar a observância de práticas comerciais equitativas por todos aqueles que exerçam funções de intermediação na distribuição ou negociação de títulos mobiliários; disciplinar a utilização do crédito no mercado; e, regular o exercício da atividade corretora de títulos mobiliários e de câmbio (BRASIL, 1965).

Em relação às competências do Banco Central, este tinha como função autorizar a constituição e fiscalizar o funcionamento das bolsas de valores, autorizar o funcionamento e fiscalizar as operações das sociedades corretoras e das sociedades de investimento, assim como das instituições financeiras, sociedades ou firmas individuais que tinham por objetivo a subscrição e revenda de ações. Além disso, ao BC competia registrar os títulos e valores mobiliários em sua negociação na bolsa e distribuição no mercado, salvaguardar a observância por parte das sociedades com valores mobiliários em relação às disposições legais e regulamentações que lhe eram impostas, para garantir a publicidade da situação econômica e financeira da sociedade e a proteção dos interesses dos portadores de valores mobiliários. Portanto, a partir da Lei do Mercado de Capitais que foi instituído um órgão com reconhecimento jurídico para fiscalizar o cumprimento das normas legais e regulamentares relativas à emissão, ao lançamento, à subscrição e à distribuição de títulos dispostos no mercado de capitais (BRASIL, 1965).

A partir da Lei do Mercado de Capitais, as bolsas de valores passaram a ter autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a supervisão do Banco Central, de acordo com a regulamentação expedida pelo Conselho Monetário Nacional, competindo a este a fixação das normas gerais a serem observadas na constituição, organização e funcionamento das referidas bolsas. Em relação à estrutura de intermediação dos negócios, esta passou a ser exercida por sociedades corretoras membros da bolsa, cujo capital mínimo passou a ser fixado pelo CMN. Da mesma forma, passou a depender de prévia autorização do Banco Central o funcionamento de sociedades ou firmas individuais que tinham por objeto a subscrição para revenda e a distribuição no mercado de valores mobiliários, assim como o funcionamento das sociedades de intermediação. A regulamentação ainda previa o desconto do imposto de renda na fonte como incentivo fiscal ao desenvolvimento do mercado, como também uma série de disposições gerais acerca do funcionamento regulatório do mercado acionário e da hierarquização das atividades das novas instituições financeiras (BRASIL, 1965).

Com o início de uma estruturação regulatória do mercado, buscava-se promover a segurança do ambiente institucional para, assim, fortalecer a confiança no mercado, reduzir a assimetria informacional e restringir as possibilidades de comportamento oportunista dos agentes, o que tornaria as instituições mais eficientes no processo de economia dos custos de transação, conforme os argumentos de Williamson (1985) sobre as estruturas de governança das firmas. Para tanto, o Banco Central passou a se constituir o primeiro órgão regulador do mercado de capitais no Brasil, executando as diretrizes propostas pelo CMN, momento no qual se inicia o processo de desenho do ambiente macroinstitucional regulatório das transações do mercado acionário. A partir do mecanismo de organização, a regulação passou a delimitar e conduzir o comportamento e a interação entre os agentes envolvidos nas operações. Segundo Barcellos (2010), as mudanças na arquitetura das bolsas e a criação do Sistema de Distribuição do Mercado de Capitais tiveram como inspiração as instituições norte-americanas, as quais eram o modelo de desenvolvimento da época. Desde suas origens, o mercado brasileiro apresentou formas societárias que prevaleciam no exterior, em que a influência britânica condicionou a configuração do mercado e a organização societária das companhias até 1890, momento no qual a França passou a ser o modelo das bolsas brasileiras até ser promulgada a Lei 4.728/1965.

Ao longo da consolidação das instituições regulatórias do mercado de capitais brasileiro é possível verificar a transferência de modelos institucionais externos para a implantação no cenário nacional. Mesmo com o desenvolvimento significativo das instituições que serviram como inspiração, tanto a sociedade, como a economia e política do Brasil representam um conjunto de especificidades históricas e institucionais que necessitam de atenção em suas aplicações. Conforme North (1990), o ambiente institucional de uma sociedade representa as limitações impostas pelas normas formais e informais face a interação humana, processo suscetível de transformações e determinante do desempenho econômico ao longo do tempo. Sendo assim, as instituições devem ser adaptadas conforme cada arranjo econômico distinto, visto que este representa um processo particular de desenvolvimento devido à diversidade da dinâmica institucional dos países. Diante disso, a transferência dos modelos externos para a formulação das instituições regulatórias brasileiras não se mostraram eficazes na ordenação das transações econômicas, uma vez que houve falhas de adaptação ao contexto nacional. Sendo assim, mostrou-se necessário, com o passar do tempo, o gradual aprimoramento das instituições para a consolidação do mercado acionário nacional.

Segundo Carvalho (2014), houve defeitos de tradução e interpretação da realidade norte-americana na adaptação de suas instituições ao contexto brasileiro, fato que, aliado ao sistema regulatório precário anterior a 1965, desvirtuaram alguns institutos transferidos. Entre eles está a transformação das bolsas em personalidades jurídicas, o que não era suficiente para mudar a atitude de exclusividade dos antigos corretores e não se mostrou eficaz na promoção da competição e crescimento do mercado. Da mesma forma, a criação dos bancos de investimento acabou por desviar sua função principal, visto que as condições estabelecidas transformaram estas instituições financeiras em captadores de recursos e concedentes de crédito de longo prazo e não em intermediários de títulos autônomos de empresas ou unidades federativas, tal como no modelo americano. Outro aspecto da Lei do Mercado de Capitais foi o combate ao mercado paralelo através da proibição de se colocarem papéis sem a coobrigação de instituição financeira, sendo esta uma das reformas de mais eficácia no ambiente do mercado.

Em agosto de 1965, após a implantação da Lei do Mercado de Capitais, o Banco Central solicitou assistência técnica aos Estados Unidos em relação à regulação do mercado de capitais no país. O resultado das visitas dos agentes

técnicos americanos foi a elaboração de um relatório com diagnósticos sobre a indústria de investimentos brasileira, no qual fazem constatações e sugerem caminhos alternativos sobre a regulamentação. O relatório preliminar apontava a estagnação das bolsas brasileiras e de seus membros como consequência da legislação implantada na década de 1890, em que havia pouca fluência do mercado devido aos óbices institucionais dos regulamentos. Tal carência estava vinculada à inexistência de uma indústria de subscrição e distribuição de ações, ao formato familiar das firmas nacionais, ao padrão enfraquecido de transparência das companhias e ao desprezo destas em relação aos seus investidores. Além disso, os consultores americanos abordam o incentivo à abertura de capital por meio de estímulos fiscais como um passo significativo para a ampliação do mercado, porém, o insuficiente nível de transparência das empresas brasileiras era um empecilho ao fomento do investimento privado (POSER; ROTH, 1965).

Ao abordar as necessidades para um sistema adequado de regulação no Brasil, o relatório formulado por Poser e Roth (1965) recomenda uma série de medidas para fortalecer e ampliar o mercado de capitais. Entretanto, também reconhece que se essas sugestões fossem seguidas sem haver controles regulatórios adequados, o resultado poderia ser a redução da pequena confiança do público no mercado. A edição da Lei do Mercado de Capitais, Lei n. 4.728/1965, incrementou a credibilidade do cenário de investimentos em ações, uma vez que o governo certificaria a regulação do ambiente. Contudo, este costume não estava presente na cultura de aplicação dos recursos populares. Em relação às necessidades regulatórias para a implantação da nova fase do mercado, Poser e Roth (1965) argumentam que a autorregulação, como a existente nos Estados Unidos, era de difícil adaptação ao sistema brasileiro, visto que não existia tal tradição nas bolsas nacionais. No aspecto governamental, o relatório declara que o Banco Central, órgão encarregado de supervisionar as atividades, não detinha técnicos com o conhecimento adequado para a disciplina das operações.

Perante o cenário de 1965, Poser e Roth (1965) defendem que as bolsas brasileiras deveriam se autorregular, porém, sob a supervisão de uma equipe qualificada do governo. Os autores declaram que era de se esperar que o mercado de capitais reconhecesse que é de seu interesse a atuação junto ao governo para a promoção do desenvolvimento dos negócios, sendo que este último tinha o papel de encorajar a autorregulação na medida do possível. Portanto, todos os esforços da

iniciativa privada e governamental deveriam se concentrar no aumento da confiança do público. Para tanto, era preciso consolidar a base do ambiente institucional com credibilidade e, da mesma forma, promover a divulgação transparente da situação econômica e financeira das empresas. A Lei do Mercado de Capitais de 1965 foi o primeiro passo na adaptação evolutiva das instituições do mercado acionário, a qual promoveu de forma gradual as transformações no ambiente.

Conforme Carvalho (2014), a ampliação do mercado acionário até o início dos anos de 1970 foi em consequência dos incentivos fiscais e não de suas novas estruturas, visto que ainda não estava difundida no Brasil a compreensão do mercado de investimentos em ações. Diante disso, os resultados das inovações da Lei n. 4.728/1965 e sua regulamentação não atingiram a eficiência esperada, fazendo-se necessária a realização de reformas posteriores e a criação de uma autarquia específica para a disciplina do mercado. Entretanto, é evidente que a partir de sua edição que foi possível a instalação de estruturas regulatórias capazes de conduzir o funcionamento do mercado e promover o desenvolvimento de suas atividades. Portanto, a partir de 1965 que as instituições regulatórias do ambiente institucional passaram a ter como objetivo a consolidação do mercado de capitais no Brasil, em que este atuaria como fonte de recursos de longo prazo para as organizações empresariais através do processo de adaptação institucional.

3.3 Adaptação Evolutiva das Instituições Regulatórias

As alterações na legislação, a partir da reforma financeira e da criação do regulamento específico ao mercado de capitais, representaram o início da formulação de um ambiente institucional regulatório para a negociação de ações. Entretanto, apesar do seu aspecto inovador, esse mecanismo não foi suficiente para o desenvolvimento do mercado conforme o esperado, o que conduziu a estruturação de um sistema de incentivos fiscais (MATTOS FILHO; PRADO, 2012). Após a promulgação da Lei do Mercado de Capitais, em 1965, foram implantadas diversas resoluções do Conselho Monetário Nacional no ano seguinte, a fim de fortalecer algumas esferas do mercado (CARVALHO, 2014). Com isso, a Resolução n. 16 criou as sociedades de capital aberto, a n. 29 regulamentou as atividades dos bancos de investimento, a n. 39 estabeleceu o nível de capitalização das bolsas e corretores e a n. 49 regulamentou as operações sobre títulos cambiários, conforme

disposto no ANEXO A. Essas complementações reforçaram as disposições legislativas de 1965 e, sobretudo, demonstraram que tais instituições estavam sendo adaptadas de forma evolutiva a partir da demanda do ambiente, assim como o processo de transformação institucional apontado por Hayek (1985) e North (1990).

Em relação ao sistema de incentivos fiscais, foi editado o Decreto n. 157/1967 com o objetivo de incentivar a expansão do mercado acionário. Em suas determinações, este concede estímulos fiscais à capitalização das empresas, reforça os incentivos à compra de ações e facilita o pagamento de débitos fiscais (BRASIL, 1967). Pelo mecanismo estipulado, o contribuinte investia parte dos valores devidos ao imposto de renda em fundos fiscais, os chamados Fundos 157, os quais aplicavam os recursos em empresas que preenchiam os requisitos da legislação, ou seja, determinada companhia era capitalizada com os recursos subtraídos do total devido ao governo. O decreto admitia a dedução de 10% do imposto de renda a pagar por contribuinte, desde que o valor fosse destinado à compra de ações e debêntures, por meio da aquisição de certificados emitidos por instituições financeiras. Através dessa ferramenta, a regulamentação estipulada pelo governo tinha o objetivo de ensinar a convivência entre os acionistas majoritários e os acionistas de mercado, incentivando, além do crescimento dos negócios nas bolsas, o desenvolvimento de um comportamento econômico por meio da criação de uma nova cultura de investimento (MATTOS FILHO; PRADO, 2012).

A análise da evolução das normas jurídicas do mecanismo 157, desde a sua criação em 1967 até a sua extinção em 1983, aponta que se tratou de instrumento em constante evolução para dar respostas a objetivos da política econômica da época e também às crises e movimentos do mercado, em especial mercado de ações (MATTOS FILHO; PRADO, 2012, p.197).

Os incentivos fiscais que canalizaram os recursos para as firmas brasileiras por meio do mercado de capitais foram estipulados a partir de uma complexa disciplina jurídica. Conforme Mattos Filho e Prado (2012), as regras eram modificadas ano a ano para se adaptarem às exigências do mercado, conforme o processo de mudança institucional abordado por North (1990), no qual suas normativas versavam sobre os agentes que poderiam se beneficiar do esquema fiscal como forma de resguardar o mercado de capitais de possíveis comportamentos oportunistas, assim como salientado por Williamson (1985). Além disso, as normas determinavam os percentuais máximos de dedução do imposto de renda para aplicar em valores

mobiliários, a composição da carteira dos fundos fiscais, o processo para aplicação e resgate dos recursos, entre outros aspectos. Em relação à carteira de investimento dos Fundos 157, a disciplina do governo determinava, via limites impostos pelos critérios legais, a alocação dos recursos. Tal fato indica a condução das conexões de mercado e do desempenho econômico de acordo com o ambiente institucional formulado na esfera legislativa, a qual delimitava a interação dos agentes, assim como enfatiza a proposição de Hayek (1985) acerca do ordenamento social via um processo seletivo de instituições formais.

As imposições iniciais dos benefícios fiscais eram restritas, o que conduziu a flexibilização dos termos e diversificou as possibilidades de investimento, demonstrando a argumentação de North (1990) sobre a adaptação do ambiente institucional face às exigências do meio. Mesmo com as alterações nos institutos propostos, o mecanismo foi considerado como o responsável pelo crescimento do mercado, visto que criou condições para estímulo ao investimento em valores mobiliários. Devido ao crescimento da importância de outros investidores institucionais na década de 1980, os incentivos fiscais foram perdendo relevância para o mercado de ações, o que culminou no seu fim em 1983. Porém, durante o seu funcionamento, os benefícios representaram uma ferramenta de estímulo ao mercado de capitais brasileiro (MATTOS FILHO; PRADO, 2012).

Diante do avanço da regulamentação do sistema de capitais, as mudanças na legislação foram assimiladas pelos agentes participantes, o que estimulou a captação da poupança doméstica por meio dos benefícios fiscais e expandiu os negócios nas bolsas. Em relação aos agentes de intermediação, a antiga corporação dos corretores sofreu transformações, passando do cartório vitalício à competição aberta. Foi a partir da reforma de 1965 que os corretores oficiais foram obrigados a constituírem sociedades corretoras, de modo a extinguir a vitaliciedade dos cargos por meio da exigência de profissionalização. Ao passar da fase de adaptação, os incentivos fiscais do final da década de 1960 conduziram ao crescente volume de negócios. Entretanto, apesar do crescimento considerável das transações, o mercado de capitais se expandiu de forma desordenada, sobretudo, devido à falta de experiência das companhias e dos corretores. As empresas queriam os benefícios fiscais, porém não detinham a cultura de abertura de capital, assim como a população não possuía o costume de investir em valores mobiliários, devido à confiança disposta nas garantias da caderneta de poupança (BARCELLOS, 2010).

Perante essa perspectiva, Mattos Filho e Prado (2012) argumentam que os efeitos dos incentivos fiscais para a promoção do crescimento do mercado de capitais foi mais em virtude das pessoas deixarem de pagar o imposto de renda do que em se tornarem investidores em renda variável. Da mesma forma, as companhias que receberam os recursos não tinham como objetivo principal participar do mercado e prestar contas aos investidores, mas sim captar valores de forma facilitada e mais barata do que se fosse angariado no sistema bancário. Com a análise dos incentivos fiscais para o impulso dos negócios no mercado, torna-se evidente que, a partir do emaranhado de normas e das reações dos agentes, foi possível formular adaptações ao ambiente institucional para conduzir os rumos do mercado. Sendo assim, os estímulos tributários se concretizaram como um atrativo ao crescimento das operações do mercado de capitais juntamente com a instalação de uma segurança jurídica disposta na infraestrutura das instituições do mercado.

Após a implantação dos benefícios fiscais, em 1969 se inicia o movimento denominado mercado nacional, o qual contribuiu com a expansão das operações com títulos de empresas menores por meio de um convênio entre as bolsas, no âmbito da Comissão Nacional das Bolsas de Valores. Tendo em vista a eliminação da obrigatoriedade de registro das sociedades anônimas, por parte da reformulação da legislação do mercado de capitais, o mercado nacional consistia na liberação para que as ações de empresas listadas apenas em uma bolsa pudessem ser negociadas no pregão de quaisquer outras signatárias, de forma estratégica à sobrevivência das bolsas marginais. Com base nesse acordo, diversas empresas menores puderam ser lançadas sem registro de emissão no Banco Central e, além disso, o patrimônio imaterial da Bolsa do Rio foi socializado e redistribuído, em benefício da Bolsa de São Paulo, sua maior concorrente (CARVALHO, 2014).

Ainda no final da década de 1960 o Banco Central iniciou a implantação de uma política de controle dos meios de pagamento através do organismo denominado Gerência da Dívida Pública. Através do Decreto-Lei n. 1.079/1970 foi determinada a emissão das Letras do Tesouro Nacional (LTN), ferramenta de ação do Banco Central nas negociações do mercado aberto (*open market*) para controlar o fluxo de recursos na economia, de forma que a autoridade monetária passou a leiloar, comprar e vender os papéis conforme julgava a política econômica. Após a crise especulativa de 1971, o mercado voltou-se para as operações com títulos públicos, porém, inexistiam limites para a alavancagem dos mesmos, o que

distorceu suas aplicações. A limitação para essas situações ocorreu apenas com a Resolução n. 366/1976, a qual regulamentou os títulos de renda fixa negociados no mercado de capitais, disciplinando seus limites (CARVALHO, 2014).

Os anos 1970 e 1971 representaram um período de grande especulação nas bolsas, o que trouxe pequenos investidores para o mercado de ações, incentivados pelos altos rendimentos no curto prazo e pelos benefícios fiscais. Segundo Mattos Filho e Prado (2012), alguns dos investidores chegaram a se desfazer de outros bens ou até mesmo tomaram empréstimos em bancos para investir na bolsa. Para sustentar o excesso de demanda dos papéis, Carvalho (2014) aponta que foi sancionada a Lei n. 5.710/1971 com o objetivo de facilitar a emissão de ações pelos bancos, admitindo a criação de ações preferenciais não votantes e ao portador. Nesse momento, a posição dos acionistas controladores foi fortalecida, já que com menos recursos poderiam manter o mesmo domínio anterior, devido à divisão do capital entre ações ordinárias e ações preferenciais, em que, as primeiras garantiam o direito de voto na tomada de decisão, enquanto que as ações preferenciais não asseguravam tal direito, mas detinham a preferência no recebimento de dividendos (ANDREZO; LIMA, 2002). Para Barcellos (2010), a alta nas bolsas de valores não representava um fenômeno isolado do período, pois era um momento de expansão econômica pelas obras de infraestrutura e crescente fase de urbanização.

Em decorrência dos incentivos criados pelo Governo Federal, houve o rápido crescimento da demanda por valores mobiliários sem que houvesse o aumento simultâneo por parte de novas emissões de ações pelas empresas. Com o auge da expansão do mercado, os investidores mais experientes iniciaram o processo de realização de lucros a partir da venda de suas posições. Esse quadro foi agravado com a chegada de novas emissões às bolsas, fato que aumentou a oferta de ações em um momento no qual a maioria dos agentes desejava vender seus títulos (CVM, 2014). Diante desse cenário, em junho de 1971 tem-se o marco de uma das maiores baixas da história das bolsas brasileiras, as quais continuariam em declínio até 1973 devido à queda contínua da liquidez do mercado. Conforme a CVM (2014), o movimento especulativo de 1971 teve curta duração, mas suas consequências condicionaram vários anos de mercado deprimido, pois o evento acarretou em grandes prejuízos para um considerável volume de agentes, principalmente pela oferta de ações de companhias frágeis e sem compromisso com seus acionistas.

Uma vez que a confiança no mercado foi abalada, a crise especulativa denegriu a reputação do mercado acionário de forma duradoura (CVM, 2014). Conforme Mattos Filho e Prado (2012), a perda dos investimentos impactou, sobretudo, os investidores não profissionais, os maiores afetados em uma época em que o sistema de informações das companhias emissoras era inadequado, o que aumentava a assimetria informacional e o comportamento oportunista de alguns agentes do mercado. Este conjunto de interações, conforme descrito por Williamson (1985), aumentaria os custos de transação dispostos no mercado. Mesmo com a consolidação de um sistema regulatório a partir de 1965, as constantes alterações legislativas prejudicavam a segurança institucional depositada pelos agentes nas instituições jurídicas e econômicas do ambiente de regulação, visto que as normas eram modificadas ano a ano. Além disso, com a crise especulativa de 1971, evidenciou-se a necessidade de aperfeiçoamento dos mecanismos de proteção aos investidores e a exigência obrigatória de prestação de informações pelas empresas emissoras de ações. Da mesma forma, o ambiente institucional foi criticado pela percepção de que o Banco Central deveria ser substituído por um órgão especializado para fiscalizar o mercado de capitais.

Segundo Barcellos (2010), a causa mais evidente da crise era o exagero do volume autorizado de ofertas públicas de ações, pois muitos lançamentos se referiam a empresas que ainda não existiam, mas que representavam projetos promissores em um período de crescimento industrial. Concomitantemente com isso, muitas firmas tinham aberto seu capital apenas para usufruir dos benefícios tributários, sendo que a lei não impunha maiores obrigações em relação aos novos sócios. Por sua vez, os novos investidores das bolsas e fundos de ações, não cobravam das empresas a divulgação de informações relevantes, sequer a realização de análises pelas equipes de corretoras, visto que haviam sido atraídos, em sua maior parte, pela possibilidade inicial de pagar menos imposto de renda e pelos lucros crescentes durante a ascensão do mercado. Desse modo, o mercado construído com base nos incentivos, cresceu desordenadamente baseado na assimetria informacional, racionalidade limitada dos agentes e sem amparo de uma governança corporativa, aspectos abordados por Simon (1979) e Williamson (1985, 1996) e que culminaram na crise especulativa de 1971.

Em meio ao quadro de estagnação e tentativa de recuperação do mercado acionário, ocorre o segundo ciclo de reformas das instituições regulatórias a partir de 1976, conforme demonstrado no Quadro 3 e mais detalhadamente no ANEXO A. Tais reformas indicam que, apesar do aspecto inovador, a estrutura consolidada pelas reformas de 1965 acabou por se tornar disfuncional. Conforme Carvalho (2014), os investidores institucionais ainda eram iniciantes, existia a conglomeração bancária como empecilho à independência do mercado de capitais em relação ao sistema bancário comercial, e, além disso, o Banco Central estava sobrecarregado pelo excesso de funções atribuídas pela reforma do sistema financeiro, o que reduzia a atenção do órgão regulador sobre as bolsas e os papéis negociados. Desse modo, em 1974, em meio à crise do petróleo iniciada em 1973, inicia-se um projeto de diretrizes para a reforma da Lei das Sociedades Anônimas. O documento mostrou-se uma inovação na legislação societária brasileira, constituído através de uma fusão entre o direito europeu continental, devido às fórmulas francesas já em vigor no Brasil, e os princípios jurídicos anglo-saxões da Inglaterra e Estados Unidos. Com esse aspecto, novamente ocorre a transferência de um modelo institucional externo para a adaptação no cenário nacional, o que, conforme as argumentações de North (1990), nem sempre produz os resultados esperados.

Quadro 3 - Ciclo de Reformas Institucionais do Mercado de Capitais no Brasil

1964	1965	1967	1976			1997	2001
Lei n. 4.595	Lei n. 4.595	Dec. n. 157	Res. n. 366	Lei n. 6.404	Lei n. 6.385	Lei n. 9.457	Lei n. 10.303
Estruturação do Sistema Financeiro Nacional	Lei do Mercado de Capitais	Incentivos fiscais para a capitalização das empresas	Disciplina o mercado aberto	Lei das S/A	Cria a Comissão de Valores Mobiliários	Reforma na Lei das S/A	Reforma na Lei das S/A

Fonte: quadro elaborado pela autora com base no ANEXO A.

O projeto foi aprovado em 1976 através da Lei n. 6.404, conhecida como a Lei das Sociedades Anônimas, a qual constitui funções, órgãos e conceitos que diziam respeito às sociedades anônimas. Logo em sequência a sua aprovação, foi publicada a Resolução n. 401 do Conselho Monetário, restringindo o direito à oferta pública apenas aos detentores de ações votantes. Ainda em 1976, representando o segundo ciclo de reformas do mercado acionário, foi promulgada a Lei n. 6.385, que

criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como um órgão promotor e fiscalizador do mercado de capitais, o qual passaria a estimular a autorregulação por meio da delegação de autoridade (ANEXO A). Segundo Carvalho (2014), os princípios disseminados pela CVM, dispostos em instruções, pareceres de orientação, deliberações, ofícios circulares e decisões colegiadas, produziram, ao longo do tempo, uma cultura própria, o que a transformou em um dos mais respeitados órgãos públicos do país, apesar de alguns erros ao longo do caminho.

De acordo com Barcellos (2010), a discussão pública sobre a Lei das S/A, ainda na construção do projeto, acabou por difundir os conceitos inovadores introduzidos pela lei, tais como ações sem valor nominal, dividendos obrigatórios, a regulamentação das debêntures e a instituição de responsabilidades para os controladores das companhias abertas. Diante disso, após a estagnação dos negócios e ambiente de desconfiança proporcionado pela crise de 1971, o projeto proposto tinha como objetivo construir as bases para um mercado mais estável face às lições absorvidas pós-queda das bolsas. A evolução da legislação conduzia a necessidade de proteção aos investidores, entretanto, o mercado ainda enfrentaria, em seus anos de construção e reconstrução, as dificuldades impostas pelo descontrole do quadro macroeconômico. Sendo assim, apesar de todos os incentivos, o mercado de capitais não deteve o crescimento esperado, influenciado, sobretudo, pelo enfraquecimento da confiança dos agentes e pelo quadro conjuntural da macroeconomia brasileira nos anos seguintes.

A partir da Lei 6.385/1976 foi criado um órgão regulador específico ao mercado de capitais, a denominada Comissão de Valores Mobiliários. Passou a competir à CVM a fiscalização das atividades de emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado, a negociação e intermediação das transações, a organização, o funcionamento e as operações das bolsas de valores, a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários, como também a auditoria das companhias abertas. A CVM foi instituída como entidade autárquica vinculada ao Ministério da Fazenda, ainda competindo ao CMN a definição da política a ser seguida e a orientação geral a ser observada. Em relação à legislação, o papel das instituições regulatórias passa a ser estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários, promovendo a expansão e a eficiência do mercado de ações e das bolsas, de forma a proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e

acionistas controladores das companhias abertas. Além disso, cabia à entidade evitar fraudes ou manipulações destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados, assegurando o acesso público das informações e a observância das práticas fixadas pelo CMN (BRASIL, 1976).

Já com a implantação da entidade, os anos de 1977 a 1985 são marcados pela reconstrução, em que a equipe da CVM passa a atuar na organização do mercado de acordo com o tripé formado por regulação, educação e desenvolvimento, de maneira que as bolsas assumiram o papel de fiscalizadoras das operações. Para Barcellos (2010), o caso de maior repercussão e a prova desafiadora para a recém-criada instituição regulatória foi o Caso Vale, ocorrido em março de 1980. O fato foi a venda de um expressivo lote de ações da Vale do Rio Doce, pertencente ao Tesouro Nacional, em que o Banco Central vendeu os títulos por meio de uma corretora sem avisar antecipadamente o mercado, infringindo as normas da CVM. Mesmo com a admissão por parte da CVM da ocorrência de uma infração legal da Carta-Circular n. 303/1978, o processo instaurado pela autarquia se estendeu até o final de 1980. O caso foi julgado de forma que a Comissão condenou o proprietário da corretora, então presidente da Bolsa do Rio, a pagar multa de Cr\$ 265 milhões, como também advertiu o operador e a corretora que efetivaram as transações, sem qualquer recriminação explícita ao Ministério da Fazenda ou ao BC. Barcellos (2010) salienta que esse caso representou um mercado sujeito a manipulações e pressões políticas, em que a responsabilidade do governo foi omitida.

Nessa época, o Brasil encaminhava o retorno da democracia e término do Regime Militar, contudo, no aspecto econômico, os anos 1980 foram considerados a década perdida, com inflação elevada e investimentos estagnados, o que refletia na não capitalização das empresas. Ademais, a caderneta de poupança predominava como aplicação considerada mais segura pelos investidores, apesar das taxas de inflação. Com esse cenário, os negócios nas bolsas se mostravam retraídos, em que, a Bolsa do Rio, por exemplo, crescia a partir do mercado de opções. Perante o cenário macroeconômico, as operações com valores mobiliários ainda se mostravam lentas, sem sentir os efeitos da Resolução n. 460/1978, medida na qual os fundos de pensão deveriam investir pelo menos 20% de seus recursos em ações. Tal norma passaria a criar demanda artificial por títulos, em que o percentual de recursos que deveriam ser investidos foi variando conforme as resoluções do CMN. Apenas na década de 1990 que a regulação passaria a desconsiderar os limites mínimos, visto

a fase mais próspera do mercado com a abertura econômica e entrada de investidores estrangeiros (BARCELLOS, 2010). Isso demonstra que, com o passar do tempo, não se mostrava mais necessária a imposição da demanda no mercado.

A partir de meados de 1980, com o fim da ditadura e implantação do Plano Cruzado, os investidores redescobriram a atratividade das bolsas de valores. Conforme Barcellos (2010), enquanto durou, o Cruzado incrementou o volume de negócios no mercado de capitais devido ao fim da correção monetária e queda da taxa de juros, tornando os valores mobiliários mais atraentes ao capital. Ainda nesse período, acontece a maior inovação no mercado de capitais nos anos 1980, a criação da Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) para transacionar as *commodities* e futuros no país. Porém, o cenário macroeconômico brasileiro estava desequilibrado, em que o país experimentaria novos planos econômicos nos anos seguintes através de consecutivos pacotes de medidas para o controle inflacionário. De acordo com Barcellos (2010), a sequência de planos foi prejudicial à economia brasileira e aos negócios no mercado à medida que gerava especulação nas transações e aumentava a insegurança do ambiente.

Em meio a um final de século conturbado, o escândalo do Caso Nahas em 1989 se tornaria a maior especulação financeira do país devido à negociação de títulos sem lastro. Segundo Barcellos (2010), o trabalho de recuperação da imagem das bolsas, a partir da crise de 1971, foi prejudicado com a especulação do investidor Naji Nahas, aprofundando o cenário já desfavorável no mercado financeiro. Além disso, o caso culminaria no declínio da Bolsa do Rio, a qual sobreviveria até o início dos anos 2000 devido ao seu prestígio, a partir do processo de privatizações estatais ao longo dos anos 1990. Esses leilões fizeram com que a Bolsa do Rio ainda tivesse um papel de destaque no cenário nacional, porém, um acordo de integração em 2000 transferiu de forma definitiva a negociação de ações, debêntures e outros títulos privados para a Bovespa, sendo as transações com títulos públicos transferida em 2002 para a BM&F, fatos que culminaram no término das atividades de uma das principais bolsas do país.

Ao longo da década de 1990, o cenário econômico foi condicionado com a abertura da economia, ciclo de privatizações, em que os recursos dos investidores internacionais passaram a ser consideráveis no mercado acionário brasileiro. Um dos aspectos consideráveis em relação às operações no mercado foi o término das ações ao portador, determinando, a partir do Plano Collor, que estas seriam apenas

nominativas, garantindo-as com mais segurança. Apesar disso, o aspecto mais celebrado nesse período foi a estabilização econômica proporcionada pelo Plano Real. Conforme Barcellos (2010), a Unidade Real de Valor (URV) funcionou como moeda de transição para o Real, enfrentando a histórica inflação de modo que a estabilização da economia abriu novas perspectivas de desenvolvimento a partir do capital estrangeiro. Com a aceleração do movimento de abertura da economia na década de 1990, o volume de investidores estrangeiros no mercado nacional cresceu da mesma forma em que algumas empresas brasileiras começaram a acessar o mercado externo para sua capitalização. Ao promover suas ações nas bolsas norte-americanas, as companhias brasileiras foram obrigadas a seguir as regras impostas pela *Securities and Exchange Commission* (SEC), órgão regulador do mercado de capitais norte-americano (CVM, 2014). As normas eram relacionadas aos aspectos contábeis de transparência e divulgação de informações, princípios de governança corporativa reforçados posteriormente pelo IBGC (2009) e que Souza (2005) salienta ter alcançado as demais economias por força da globalização.

Já em 1997, a reforma promovida na Lei das S/A foi pensada de modo a facilitar o processo de privatização e aumentar os volumes arrecadados nos leilões, em que o governo promoveu a retirada de direitos dos acionistas minoritários. A edição da Lei n. 9.457/1997 provocou mudanças tópicas na Lei das S/A, visando à flexibilização de alguns de seus institutos de maneira a suprimir direitos dos acionistas minoritários para facilitar o processo de privatização e reestruturação empresarial, sem alteração estrutural na legislação anterior. Em relação à CVM, o objetivo da reforma era reforçar os poderes de fiscalização da autarquia (CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002). Posteriormente, outras medidas seriam prejudiciais ao mercado, como a taxação da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) nas negociações em bolsa, a tributação das aplicações em renda variável de modo a estas serem igualadas às aplicações de renda fixa e a instituição do Imposto de Renda sobre os ganhos dos fundos de pensão. Defronte a tais medidas, conforme Carvalho (2014), a reforma na lei foi encarada com insatisfação pelos agentes do mercado, o que conduziu a ideia do Novo Mercado como uma iniciativa de autorregulação da Bovespa com base nas boas práticas de governança corporativa. Assim, a bolsa antecipava-se ao crescimento de suas operações de forma diferente ao empregado na expansão dos negócios em 1971 e no crescimento dos investimentos estrangeiros dos anos 1990.

Dessa forma, nos anos 2000, o crescimento do sistema de capitais estaria fundamentado nas normas de governança corporativa, prevenindo o incremento das negociações do mercado de forma ordenada (BARCELLOS, 2010). Segundo Carvalho (2014), o ponto fundamental criado foi a mudança de conceitos e atitude perante a existência das companhias abertas. Ao introduzir a adesão voluntária às suas regras de funcionamento, permitiu-se um ordenamento mais eficiente nas relações entre os agentes, com compromissos assumidos pelas companhias, seus órgãos diretivos e os investidores de capital. O Novo Mercado foi instituído no século XXI como uma inovação institucional, ultrapassando as reformas societárias patrocinadas pela legislação, pois representou uma transformação empresarial privada uma vez que esta se adequava às melhores práticas de governança corporativa para estimular a eficiência operacional e a economia dos custos de transação, criando uma ligação entre as fontes de capital e o processo interno da firma, tal como os mecanismos de governança salientados por Williamson (1996).

Nesse contexto, em 2001 ocorre uma nova reforma na Lei das S/A, por meio da edição da Lei n. 10.303, o Decreto n. 3.995 e a Medida Provisória n.8, a qual seria convertida na Lei n. 10.411/2002. Essas regulamentações introduziram alterações significativas nas leis de 1976 por meio de modificações nos aspectos fundamentais do direito societário, tais como os dividendos de ações preferenciais, a proporção entre ações ordinárias e preferenciais, o acordo de acionistas, os deveres e atribuições dos membros do conselho fiscal e de administração das companhias. As reformulações também delegaram novos poderes à CVM, a qual passou a regular os mercados de futuros e de *commodities*, conferindo maior autonomia à autarquia. O objetivo inicial da reforma era o fortalecimento do mercado de capitais, mediante o estabelecimento de um sistema de maior proteção aos acionistas minoritários, enfraquecidos na reforma de 1997, bem como a incorporação ao direito societário dos princípios de boas práticas de governança corporativa, seguindo as disposições das agências internacionais (CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002). A busca por normas de outros países demonstra a transposição de mecanismos de governança corporativa externos para adequação ao cenário nacional, assim como aborda North (1990) acerca dos modelos institucionais.

Em relação às questões de direito societário e mercado de capitais, um aspecto de análise em reformas legislativas refere-se aos ganhos e perdas dos grupos de pressão envolvidos no processo de discussão e tramitação de projetos de

lei (CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002). Ao buscar a estruturação de uma legislação mais favorável aos seus interesses, Carvalhosa e Eizirik (2002) apontam que, como resultado final, a reforma de 2001 representou um empate entre os controladores e os minoritários, em que estes últimos tiveram ganhos significativos, porém menores do que esperavam e os controladores perderam algum valor em suas participações majoritárias, mas não de forma a enfraquecer seu poder de controle. Sendo assim, quem efetivamente obteve legislação em seu favor foi a CVM, visto que ampliou sua área de atuação, aumentou sua capacidade de exigir plena eficácia do sistema de transparência das informações e absorveu todas as funções normativas sobre o mercado de valores mobiliários. Desse modo, as atribuições legais da CVM estabeleceram os meios institucionais necessários para o cumprimento de sua função, de maneira que seu poder normativo regula a atuação dos agentes e seu poder punitivo permite a penalização aos infratores das normas (CVM, 2014). Assim, estes foram os mecanismos que o mercado encontrou para salvaguardar o sistema das eventuais quebras contratuais e comportamento oportunista dos agentes, questões já apresentadas por Williamson (1985).

Segundo a CVM (2014), as normas definidas pela Comissão estão vinculadas a uma política de regulação prévia e claramente explicitada ao mercado. Portanto, as instituições não são formalizadas sem que os agentes que atuam no ambiente tenham a oportunidade de se manifestar e participar da elaboração. A partir desse processo, a autarquia não coloca os entes objetos da regulação em sobressalto, sendo que o debate e a participação ao longo da construção das normas permite a estruturação condizente com a realidade do mercado e compromete o regulado com a regulação, uma vez que este se torna, mais que um cumpridor da norma, um dos seus autores. De acordo com a CVM (2014), sua atividade regulatória está baseada em um conjunto de princípios, estabelecidos segundo o fundamento de que é de interesse da sociedade que ocorra o processo de transferência de recursos no mercado de capitais. Estes princípios são: confiabilidade, visto que a existência e o crescimento do mercado dependem da confiança que os agentes depositam no sistema; eficiência do mercado, por meio do direcionamento da poupança da sociedade para a melhor forma de atender suas expectativas, de modo a minimizar os custos de intermediação dos recursos; competitividade, mercado livre e autorregulação como mecanismos para aumentar a eficiência da atividade regulatória e aprimorar o desempenho do mercado (CVM, 2014).

Os aspectos abordados pela CVM (2014) em seus princípios de atividade regulatória condizem com a abordagem da Nova Economia Institucional acerca dos custos de transação, inerentes ao funcionamento do mercado, e os efeitos do ambiente institucional sobre o desempenho econômico, principalmente em relação à interação entre os agentes, seus acordos contratuais e à determinação das estruturas de governança como alternativa à promoção da eficiência na alocação dos recursos da sociedade. Ao longo do ciclo de reformas institucionais do mercado de capitais brasileiro, observado em suas principais regulamentações no Quadro 3, foi sendo construído um ambiente regulador das transações do mercado acionário, fato que não era bem definido antes de 1965. Sendo assim, tais instituições foram sendo adaptadas conforme as demandas do cenário por meio de uma evolução conjunta com os elementos macroeconômicos da história brasileira, assim como enfatizado teoricamente por North (1990).

Com o passar do tempo, a CVM (2014) aponta que o mercado de capitais brasileiro perdeu espaço para outros mercados devido à falta de proteção ao acionista minoritário e à incerteza em relação às aplicações financeiras, por meio da desconfiança disposta no mercado. A falta de transparência na gestão e a ausência de instrumentos adequados de supervisão das companhias influenciaram a percepção de risco e aumentaram o custo de capital das empresas. Com o objetivo de assegurar melhorias nas práticas de governança corporativa e modificar esse cenário, foram implantadas medidas institucionais, tais como a reforma da Lei das S/A proporcionada pela Lei n. 10.303/2001, a criação do Novo Mercado e as aplicações dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa. Estes segmentos foram criados de forma a agregar normas diferenciadas, no Nível 1 foram incorporadas todas as regras relacionadas à transparência, no Nível 2 foram incluídos direitos patrimoniais de defesa do investidor minoritário e no Nível do Novo Mercado estavam todas as normativas relacionadas com o modelo de boas práticas de governança. Sendo assim, os mecanismos de governança passaram a ser aplicados nas empresas brasileiras como meio de expandir a confiabilidade do mercado, aumentar a eficiência com que este desempenha o seu papel e assegurar o desenvolvimento de suas atividades (BARCELLOS, 2010).

A partir de 1965, implantaram-se instituições regulatórias formais para conduzir a expansão e o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. Tais normas foram baseadas em modelos institucionais externos, transpostos de outros cenários

para a realidade nacional. Entretanto, o ambiente institucional informal, baseado nos costumes e tradições da sociedade brasileira, demonstraram-se empecilhos ao mercado de capitais, já que não existia a consolidação de uma indústria acionária, sendo que esta era baseada em insegurança e assimetria informacional, fatos que delimitaram a seleção comportamental dos agentes diante das transações econômicas, como abordado por Simon (1976) e Williamson (1985). Diante desse cenário, é possível verificar a argumentação de North (1990) em relação à evolução histórica institucional, em que a transferência de instituições de um ambiente a outro nem sempre é eficiente, visto que as reformas legislativas não foram capazes, por si só, de efetivar o mercado de capitais como uma alternativa na estrutura de governança das firmas para a sua capitalização e financiamento. No entanto, enfatiza-se que, apenas nos anos 2000, com os princípios de governança corporativa, que os aspectos descritos no relatório de Poser e Roth (1965), a respeito da transparência empresarial, autorregulação do mercado e incremento da confiança do ambiente, constituíram-se como uma estratégia à expansão dos valores mobiliários e à economia dos custos de transação.

A afirmação de Carvalhosa e Eizirik (2002) em caracterizar a Lei n. 10.303/2001, última reforma da Lei das S/A, como sendo um voluntarismo jurídico, corrobora o argumento de North (1990) em relação à transposição de modelos institucionais nem sempre alcançarem os mesmos resultados quando aplicados em sociedades distintas. Para Carvalhosa e Eizirik (2002), há dispositivos ineficientes na legislação que não alcançaram seus objetivos, ou por serem inconstitucionais, ou por serem contrários aos princípios do ordenamento jurídico a que estão sendo aplicados. Sendo assim, não basta o querer do legislador para que as normas sejam obedecidas e atinjam as finalidades propostas, elas devem estar em sintonia com o sistema jurídico da sociedade a que se vinculam, sob pena de desuso e difícil adaptação à realidade do mercado.

A partir dessa perspectiva, as reformas legislativas promoveram a gradual adaptação das instituições formais aos aspectos específicos da dinâmica brasileira. Contudo, as instituições informais, baseadas na carência do costume em investimentos no mercado de capitais, aliadas às dificuldades políticas e macroeconômicas do final do século XX, como também às mudanças contínuas nas normas que disciplinavam o ambiente, foram condições que não repassavam a confiança necessária à consolidação de uma indústria acionária no país,

determinando os limites à expansão do mercado. Isto demonstra que o modelo de estrutura do mercado de capitais, ao longo de sua trajetória, esteve vinculado à evolução das instituições jurídicas, visto que a ordenação social formula normas específicas a cada ambiente, como exposto por Sztajn e Gorga (2005). Para evidenciar essa relação, apresenta-se na sequência a expansão do mercado diante da evolução institucional e suas possibilidades como alternativa ao desenvolvimento do cenário empresarial brasileiro.

4 O MERCADO DE CAPITAIS COMO ALTERNATIVA AO DESENVOLVIMENTO EMPRESARIAL

O mercado de capitais representa uma construção social que possibilita a economia dos custos de transação, dado que, através dessa organização, é possível captar recursos ao financiamento e capitalização das atividades operacionais das firmas de forma mais barata do que se fosse obtido via empréstimos no mercado de crédito. Sendo assim, a promoção de coordenações eficientes entre os agentes econômicos, por meio de arranjos institucionais limitantes às interações, implica a transparência da confiabilidade em suas operações, principal elemento necessário à expansão das negociações com títulos e valores mobiliários. Diante disso, sendo o mercado de capitais um resultado histórico dos processos de mudança social, este reflete o arranjo institucional disposto em seu ambiente, de forma a afetar o desempenho das organizações econômicas.

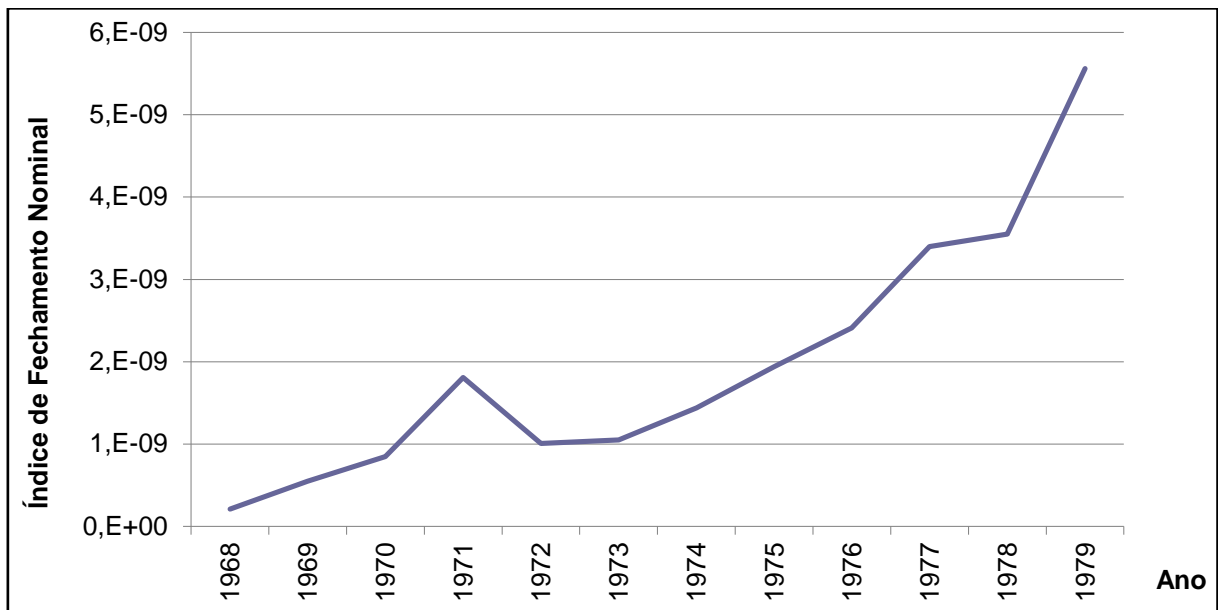
Para o desenvolvimento do mercado acionário, de acordo com Andrezo e Lima (2002), é indispensável que as instituições financeiras e a conjuntura econômica inspirem confiança. Por isso, a promoção da confiabilidade das transações é fundamental para expansão do mercado, sendo as boas práticas de governança as ferramentas que estruturam uma organização mais eficiente nas firmas, o que conduz ao desenvolvimento de melhorias contínuas no processo de gestão. Com esse entendimento, apresenta-se na sequência a trajetória de expansão do mercado de capitais diante da evolução institucional, através da análise do Índice Ibovespa como indicador do seu desempenho, assim como as delimitações do mercado como uma alternativa ao desenvolvimento empresarial.

4.1 A Expansão do Mercado de Capitais diante da Evolução Institucional

A partir da construção do ambiente regulador do sistema de capitais, sua evolução gradual mostrou-se como um elemento determinante à expansão do mercado. Essa perspectiva corrobora a abordagem de North (1990) em representar o mercado como uma estrutura social, cujo funcionamento depende do ambiente institucional e que este apresenta uma acumulação gradual de instituições mais eficientes. Portanto, a evolução do arranjo das normas formais e informais representa um elemento determinante ao desempenho econômico. Como forma de

evidenciar a linha de pensamento, pode-se comprovar o desempenho do mercado de capitais a partir dos resultados de seus indicadores. Para tanto, buscou-se a série histórica do Índice Ibovespa no período de 1968 a agosto de 2015 como fonte de análise, sendo esta dividida em três períodos para melhor visualização, conforme demonstram os Gráficos 2, 3 e 4. O Índice Ibovespa apresenta o resultado de uma carteira teórica de ativos, em que seu objetivo é ser o indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro. Por ser um índice de retorno total, o Ibovespa mostra a valorização de um determinado grupo de papéis ao longo do tempo, de forma a refletir não apenas as variações nos preços dos ativos, mas também o impacto que a distribuição de proventos, por parte das companhias emissoras, teria no retorno do índice. Para efeito de análise, a série histórica está ajustada conforme a atual metodologia de divulgação do índice, demonstrando suas variações médias anuais ao longo do período (BM&FBOVESPA, 2015).

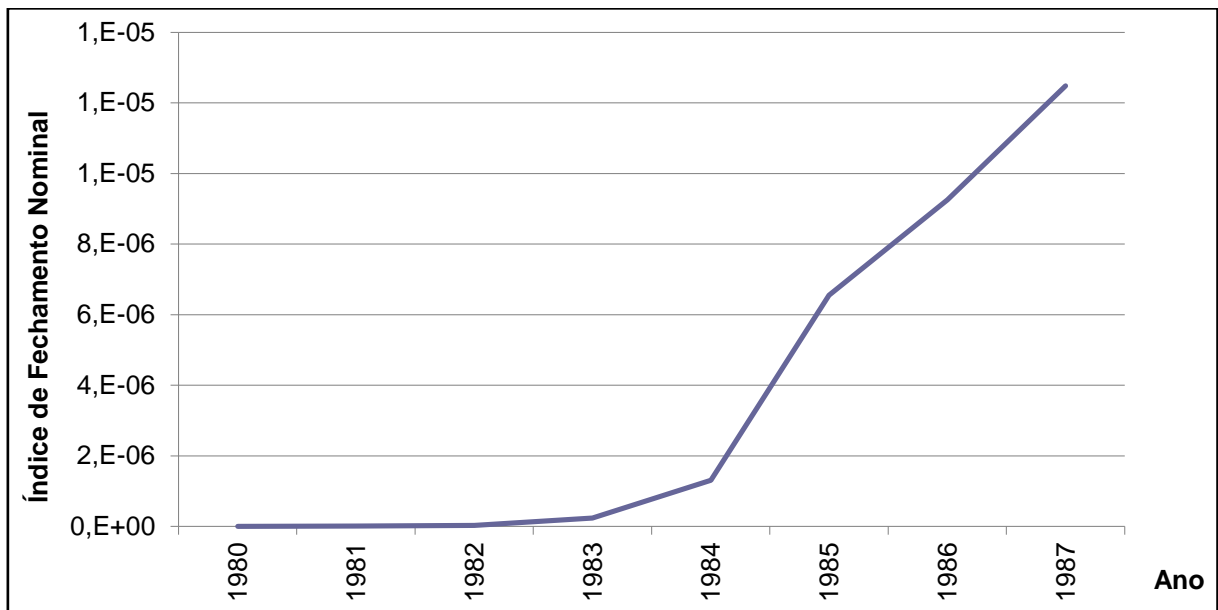
As oscilações presentes no Índice Ibovespa demonstram, ao longo do tempo, a expansão da atuação do mercado de capitais como mecanismo de capitalização e financiamento das firmas. Da mesma forma, a série histórica representa o crescimento empresarial no país, o qual esteve sujeito ao ambiente externo de suas operações. Os preços das ações podem variar por fatores internos relacionados à empresa ou por fatores externos, tais como o quadro macroeconômico e político, o crescimento do país, nível de emprego e taxa de juros (BM&FBOVESPA, 2015). Por isso, o desempenho do Ibovespa torna-se um indicador que demonstra o efeito dos fatos macroeconômicos sobre o mercado de capitais, uma vez que estes afetam o cenário econômico e, em consequência, as firmas que nele operam. Sendo assim, ao longo do Gráfico 2, identifica-se o período inicial de apuração do índice de 1968 até 1979 com as origens da consolidação do ambiente regulatório e crescente expansão do mercado, devido aos incentivos fiscais e ao incremento da segurança institucional proporcionada pela reforma de 1965. Dessa forma, o Ibovespa mostrou-se em tendência crescente, com exceção do período de queda e estagnação entre 1971 e 1973, no qual a retração pode ser vinculada à crise financeira de 1971. A partir de então, o crescimento do índice também pode ser visualizado com a criação da CVM e o desenvolvimento da Lei das S/A em 1976, momento no qual a mudança institucional propõe o incremento da confiabilidade disposta no mercado, de forma a promover uma segurança jurídica superior ao que era aplicado até então.

Gráfico 2 - Índice Ibovespa 1968-1979

Fonte: BMF&BOVESPA (2015).

Apesar das mudanças institucionais proporcionadas pelo segundo ciclo de reformas legislativas sobre o mercado de capitais, o desempenho do Ibovespa não apresentou retornos significativos até 1984, a partir desse período que é possível verificar um maior incremento no índice, conforme exposto no Gráfico 3. No cenário político, 1985 é marcado como o fim do Regime Militar no Brasil, no entanto, no cenário macroeconômico, a década de 1980 é caracterizada pelas instabilidades, com volatilidade e insegurança jurídica, devido às fragilidades da economia brasileira e ao fato da legislação se mostrar ineficiente em alguns aspectos, já que alguns de seus institutos foram adaptados à realidade brasileira de forma ineficiente. Conforme exposto por Barcellos (2010), a CVM não conseguia impor a efetivação das normas legislativas, como também o sistema financeiro e o mercado de capitais não estavam correlacionados como instrumentos para financiar investimentos privados. Estes entraves dificultavam o desenvolvimento do mercado, uma vez que afetavam o desempenho da economia como um todo. Com esse cenário, não se criaram condições para expandir o mercado de capitais como o esperado pela formulação do ambiente regulatório. Além disso, o foco da política econômica do período era a estabilização e o controle da inflação, principais argumentos dos pacotes de medidas dos consecutivos planos econômicos.

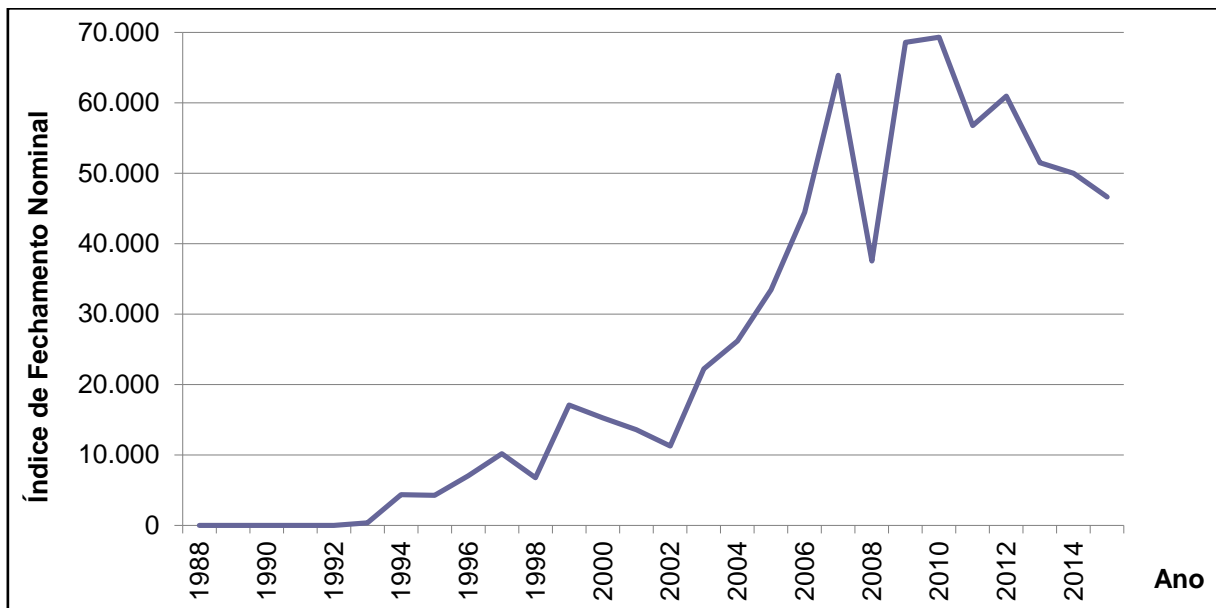
Gráfico 3 - Índice Ibovespa 1980-1987



Fonte: BMF&BOVESPA (2015).

Uma vez reestabelecida a democracia no cenário político, esperava-se um impulso na atividade econômica, de forma a promover o mercado de capitais como uma alternativa eficaz de financiamento para as empresas. Contudo, o cenário macroeconômico brasileiro na década de 1980 impossibilitava a expansão da atuação do mercado, visto que os desequilíbrios nacionais, principalmente o descontrole inflacionário, concentravam as atenções da política econômica nacional. Apenas com o Plano Cruzado, em 1986, que se incrementou a atratividade do mercado aos investidores, porém este não foi eficaz em estabilizar a economia brasileira. Com essa conjuntura, no início da década de 1990 são implantadas políticas de intensificação da abertura econômica e de privatizações através do Plano Nacional de Desestatização, sendo que, apenas em 1994, inicia-se o processo de estabilização da economia através do Plano Real. No período de 1991 e 1994, o comportamento dos fluxos de capital expandiu-se de forma significativa, com crescimento nos investimentos e nas transações presentes nas bolsas, como pode ser verificado no Gráfico 4. Conforme Castro (2011), o volume dos fluxos de capitais foi beneficiado pela reestruturação da dívida externa do país, consequente aumento da liquidez externa, como também pela estabilização dos preços e pelos elevados juros domésticos. Esses fatos conduziram à expansão do mercado, de forma que o Ibovespa demonstra sua valorização nessa época.

Gráfico 4 - Índice Ibovespa 1988-2015



Fonte: BMF&BOVESPA (2015).

Segundo Barcellos (2010), a edição do Anexo IV pelo CMN em 1991, o qual autorizava os investimentos diretos de estrangeiros nas bolsas brasileiras, fez com que os negócios na Bolsa de São Paulo aumentassem significativamente. De forma conjunta, o programa de privatizações começou a atrair intermediários financeiros globais. Com isso, “os mercados, a partir de então, se mostrariam globalizados para o bem – com a entrada de capitais – e para o mal – com a excessiva vulnerabilidade ao cenário internacional” (BARCELLOS, 2010, p. 159). Mesmo com a representação do Plano Real como uma experiência bem-sucedida na estabilização econômica brasileira, os desequilíbrios externos ainda interferiram no desempenho do mercado de capitais, pois este crescia em virtude dos investimentos estrangeiros. Entre o final de 1994 e o ano de 1998, o mercado financeiro internacional apresentou três crises consideráveis, promovendo oscilações na apuração do Ibovespa. A primeira crise foi a do México, que eclodiu em 1994 e afetou os mercados emergentes no início de 1995; a segunda foi a dos países da Ásia em 1997, originalmente na Tailândia, mas que se alastrou pela Coreia do Sul, Indonésia e Malásia; e a terceira ocorreu na Rússia, em 1998 (GIAMBIAGI, 2011a). Tais choques internacionais dos países emergentes causaram efeitos sobre o mercado brasileiro, devido ao aumento do risco sobre o investimento nessas economias.

Enquanto que em 1980 as políticas macroeconômicas não tiveram êxito em mudar o rumo da economia nacional, a década de 1990 mostrou-se como o período das transformações, devido ao binômio privatização/abertura entre 1991 e 1994, a estabilização associada ao Plano Real entre 1995 e 1998 e as mudanças nos regimes cambial, monetário e fiscal entre 1999 a 2002 (GIAMBIAGI, 2011a). Durante esse período, o processo de privatização das empresas estatais atraiu os investidores estrangeiros, incrementando o volume de investimentos no país e aumentando consideravelmente o volume de negócios transacionados na bolsa de valores. Contudo, no aspecto regulatório do mercado de capitais, a reforma da Lei das S/A, promovida em 1997, suprimiu o direito dos acionistas minoritários tendo em vista maximizar o valor arrecadado pelo governo durante as privatizações. Tal reforma legislativa permitia ao Estado apropriar-se da integralidade do prêmio de controle, sem ter que dividir com os demais acionistas ordinários, o que indica um arranjo institucional construído com base nos interesses políticos, renunciando a proteção aos acionistas minoritários (RODRIGUES, 2012).

Em relação ao desempenho do mercado de capitais diante das crises externas, Giambiagi (2011a) argumenta que o Brasil foi afetado pelo efeito contágio associado à redução dos empréstimos aos países emergentes, visto o aumento do risco nessas economias. Da mesma forma que o desequilíbrio externo, a crise energética em 2001 afetou o desempenho do Ibovespa, desencadeada pela falta de investimento no setor por parte do governo em razão das tentativas incompletas de privatização das usinas hidrelétricas. Nesse contexto, a economia nacional foi prejudicada em 2001 pela crise energética, pela crise argentina, a qual diminuiu a entrada de capitais no país e pelo abalo aos mercados mundiais após os atentados terroristas nos Estados Unidos, o que alastrou a retração do Ibovespa até 2002, período marcado pela transição política e pelas incertezas eleitorais.

A expansão significativa do Ibovespa ocorre a partir do início da década de 1990 com a abertura econômica e, sobretudo, após 1994 com a estabilização macroeconômica. Conforme Möller e Callado (2007), o influxo de capitais externos ao mercado brasileiro exerceu influência preponderante sobre o Ibovespa, uma vez que a capitalização nacional ainda se mostrava pequena frente às necessidades de estrutura de capital das firmas. Dessa forma, a partir da abertura econômica, são visíveis as interferências sistemáticas promovidas pelas crises financeiras de âmbito internacional e nacional sobre o mercado brasileiro de ações, demonstrando a

volatilidade do capital estrangeiro frente ao aumento do risco. Ao longo do Gráfico 4, é possível identificar momentos de retração do Ibovespa diante de crises, sendo as mais significativas em 1997, pela retração dos mercados emergentes; 2000 a 2002 face às condições instáveis no período de eleições nacionais e transição de governos; 2008 frente à crise financeira deflagrada no mercado norte-americano e sua dispersão pela economia mundial globalizada, de forma que há uma tendência de decréscimo no cenário econômico desde então, apesar do aparente incremento do Ibovespa em 2010. Tal tendência, nos períodos mais recentes, intensifica-se de forma conjunta com a instabilidade política e econômica presente no Brasil de forma mais preponderante a partir de 2014.

Com a volatilidade do capital diante dos momentos de maior risco, de acordo com Möller e Callado (2007), o Ibovespa mostrou-se conectado com os fluxos de capitais externos, o que demonstra a expansão do mercado de capitais fundamentada pelos investidores estrangeiros. Sendo assim, o momento de maior retração do índice acontece em 2008, através da crise financeira originada no mercado hipotecário norte-americano e difundida ao longo das demais áreas do sistema financeiro global, mas ficando ainda acima dos períodos anteriores. Conforme Gontijo (2008), em síntese, a crise financeira demonstrou que a dispersão do risco pelas áreas do mercado não faz com que este se reduza de forma sistêmica, pelo contrário, em um cenário de mercado liberalizado e interconectado, a recessão atinge o sistema financeiro como um todo, visto que não havia restrições adequadas para a alavancagem das operações, como também não existia uma regulação efetiva limitando a interação dos agentes.

Diante do cenário de que a falta de regulação de um mercado pode provocar movimentos especulativos e crises financeiras, mostra-se necessária a atuação por parte de uma entidade fiscalizadora, tal como a CVM, capaz de promover as delimitações formais do ambiente institucional ao mesmo tempo em que impulsiona o investimento ordenado e seguro dos recursos da sociedade, assegurando a confiança das transações do mercado, dado as eventuais quebras contratuais e comportamento oportunista dos agentes, tal como apresentado por Williamson (1985). Através da implantação dos princípios de governança corporativa no início do século XXI, foi que se iniciou um processo de transformação do ambiente informal brasileiro de forma conjunta com a estruturação das normas e instituições formais, sendo uma evolução distinta em relação às tentativas legislativas

anteriores. Tendo em vista o objetivo de desenvolver o mercado de capitais como uma alternativa de governança segura e eficiente na capitalização das firmas e na alocação dos recursos da sociedade como um todo, as instituições regulatórias do ambiente passaram e ainda passam por um processo contínuo e gradual de evolução de suas normas, adaptando-se às demandas das transações econômicas.

A primeira década do século XXI demonstrou a consolidação do processo de estabilização econômica conjuntamente com avanços importantes para a sociedade brasileira, porém, em 2010, o Brasil continuava com problemas similares a 1995 (GIAMBIAGI, 2011b). Diante desse panorama, ao longo do tempo, a evolução do mercado de capitais ocorreu de forma instável, sendo a cultura de proteção ao pequeno investidor um tema recente. A partir da criação dos segmentos de listagem da BM&FBovespa que foram sendo exigidas diferentes práticas de governança a fim de aumentar a proteção aos investidores. Face ao cenário de negócios conturbado em 2014, a BM&FBovespa (2014) apresenta a governança como resposta a onda de escândalos corporativos envolvendo empresas nacionais, tal como ocorrido com a Petrobras. Segundo o Relatório Anual da BM&FBovespa divulgado em 2014, os problemas que afloraram das companhias estatais não são novos, assim como seus efeitos sobre a economia e sua repercussão à imagem do mercado de capitais brasileiro. Como uma reação ao risco proporcionado pelo comportamento dos agentes, a governança corporativa torna-se uma oportunidade de estabelecer mecanismos institucionais que possam oferecer às firmas o equilíbrio entre sua atividade e a prestação de contas para aqueles que confiam em seu desempenho.

4.2 Alternativa ao Desenvolvimento Empresarial

Na perspectiva da Nova Economia Institucional, uma organização econômica eficiente propicia o crescimento econômico. Sendo um meio organizacional, isso implica em estabelecer arranjos institucionais e direitos de propriedade que limitem a interação econômica entre os agentes. Como já descrito por Williamson (1985), essa coordenação do meio social, além de ser limitada pelo ambiente institucional, também está sujeita à racionalidade econômica e ao comportamento dos indivíduos, uma vez que se torna o resultado histórico do processo de mudança social. O desenvolvimento, assim, torna-se o produto das ações humanas em coordenar o meio de forma eficiente, em que, seu atraso relativo e as disparidades nacionais

estão vinculadas à incapacidade de promover mecanismos que atenuem os custos básicos de se transacionar na economia. O percurso econômico ineficiente persiste enquanto os custos de transação e as instituições não permitem um movimento gradual em busca de resultados mais eficientes. Conforme North (1990), não existe um modelo genérico a ser adotado, devido à trajetória específica a cada economia.

Por meio dessa linha de análise, a perspectiva de consolidação do mercado de valores mobiliários no Brasil demonstra um trajeto conturbado, porém, este vem alcançando resultados gradativos ao longo do desenvolvimento empresarial. Conforme Matos Filho e Prado (2012), na atualidade os valores mobiliários são negociados em uma bolsa de valores organizada na forma de sociedade por ações, sendo uma entidade com fins lucrativos, em que suas ações são transacionadas no próprio mercado. No que concerne aos agentes envolvidos na distribuição de capitais, há uma crescente relevância da atuação dos intermediários para o bom funcionamento do mercado, os quais promovem a correta criação, certificação e disseminação das informações sobre as companhias. Nesse contexto, as empresas devem seguir padrões internacionais de divulgação de seus resultados, a fim de representar a realidade de seu desempenho e transmitir a confiabilidade de seu negócio para, assim, atrair os investidores de capitais e se financiar de maneira mais barata. Esses mecanismos representam alternativas ao processo de gestão das companhias, uma vez que condizem com a possibilidade de se economizar custos, tornando a organização mais eficiente e promovendo um melhor desempenho.

Tendo em consideração as transações efetuadas no mercado de capitais brasileiro, são negociadas ações, debêntures, certificados de recebíveis imobiliários, notas promissórias, quotas de fundos, créditos de carbono, derivativos de valores mobiliários e outros ativos, operações que representam a estrutura de governança selecionada pela firma para desenvolver suas operações. Com esse sistema, as empresas negociam de forma simultânea seus papéis em bolsas nacionais e estrangeiras, em que os títulos são escriturais e a sua negociação é feita de forma eletrônica e virtual, com sofisticado sistema de custódia e liquidação. Tal avanço tecnológico caracteriza o ambiente de negócios no século XXI, facilitando a análise dos resultados e a tomada de decisão dos agentes econômicos. Em relação ao ambiente regulatório, a lei acionária traz arcabouço jurídico de proteção aos acionistas minoritários, assim como há uma agência reguladora com competência específica para regular, fiscalizar e punir os atuantes no mercado. Da mesma forma,

existe a regulação privada desempenhada pela própria bolsa de valores e outras organizações autorreguladoras, que visam garantir o saudável ambiente de negócios, assim como os padrões de conduta adotados pela própria firma em suas estruturas de governança corporativa (MATTOS FILHO; PRADO, 2012).

Ao longo da evolução do mercado de capitais brasileiro, sendo esta demarcada pelo processo de consolidação institucional do ambiente, a capitalização nacional mostrou-se pequena frente à estrutura de capital das firmas, como apresentado por Möller e Callado (2007). Sendo assim, o financiamento empresarial não mantinha alternativas de governança para a gestão de investimentos, visto que o cenário do mercado foi conturbado pelos baixos níveis de confiabilidade das transações e pelas características estruturais da economia brasileira, conforme já descrito anteriormente. Com o incremento gradativo dos princípios da boa governança nas companhias brasileiras, como forma de promover a confiança no mercado, buscou-se modificar esse cenário com a ampliação eficiente da atuação do mercado de capitais, como também proporcionar a economia dos custos de transação e a melhor estrutura de organização interna das empresas. Essa última ocorre a partir das condutas aplicadas pela governança, o que torna mais eficiente os processos internos e representa o desenvolvimento do cenário empresarial.

Através da consolidação do mercado acionário como fonte de captação de recursos para as firmas, tornou-se necessária a construção de um ambiente propício para tal condição, o que culminou, inicialmente, em diversas legislações, mas que vem aperfeiçoando seus aspectos regulatórios conjuntamente com a governança corporativa das companhias e o desenvolvimento empresarial do país, pois a alternativa de estrutura de governança disposta pelo mercado acionário possibilita a economia dos custos de transação para as firmas e um menor custo ao seu financiamento, o que se aproxima da eficiência exposta por Williamson (1985). A partir do argumento de que a construção das instituições é essencial para eficiência do mercado, como exposto por Hayek (1985), e pelo fato desta influenciar o desempenho da economia, a estabilidade institucional representa um processo de longo amadurecimento, de modo que este ocorre de forma gradual e adapta-se à historiografia econômica da sociedade em questão. Considerando que a consolidação do ambiente regulatório do mercado de valores mobiliários brasileiro é recente e que, ao longo dos anos de sua construção, o país apresentou conjunturas políticas e econômicas conturbadas, o mercado de capitais ainda tem capacidade de

se expandir e contribuir como uma alternativa ao desenvolvimento empresarial, conduzindo a economia dos custos de transação às estruturas de capital enquanto representa uma fonte de captação de recursos às organizações econômicas.

Apesar da evolução do ambiente institucional ter ocorrido de forma mais intensa nos últimos cinquenta anos, a partir dessa perspectiva é possível entender os condicionantes que delimitaram o atraso relativo do mercado de capitais como alternativa na estrutura de governança das firmas, como também os empecilhos que foram impostos ao desenvolvimento empresarial, relação que aproxima a abordagem da Nova Economia Institucional à realidade brasileira. Do ponto de vista de uma indústria de valores mobiliários, mesmo o Brasil tendo características estruturais de formação econômica que não fomentaram a implantação de sociedades anônimas, o cenário político impôs instituições que não favoreciam o desenvolvimento empresarial do país através do ordenamento jurídico delimitado ao mercado de capitais. Isso ocorreu, sobretudo, como resposta às especulações originadas pela falta de regulação do ambiente. Tal carência foi apenas percebida quando se iniciou o processo de industrialização e não havia uma oferta de recursos adequada para a capitalização e financiamento das empresas, visto que não havia a cultura de investimento em ações por parte da população. A partir de então, inovações no ambiente institucional foram empregadas para mudar esse cenário, mas este é um processo em evolução gradual, ocorrendo de forma específica à realidade do desenvolvimento empresarial brasileiro. Para tanto, ainda há muito que promover para a efetiva implantação do mercado de capitais como fonte de recursos na alternativa de governança das inúmeras empresas brasileiras.

5 CONCLUSÃO

O arranjo institucional tem a competência de organizar o meio social e o sistema econômico, direcionando a eficiência alocativa dos recursos enquanto ordena o comportamento dos atores sociais, suas interações e os custos de funcionamento do mercado, conforme já enfatizado por Coase (1937) e Williamson (1985). Sendo um sistema em constante transformação, a interação entre o ambiente político institucional, a estrutura de governança das firmas e o meio jurídico e social, representa uma dinâmica específica a cada sociedade, conforme a perspectiva da historiografia econômica de North (1990). Portanto, para compreender as forças que moldaram o desenvolvimento empresarial de um país, se faz necessário avaliar as delimitações que o arranjo institucional impôs às estruturas de governança, visto que a relação entre o fornecimento de bens e serviços à sociedade e a construção de organizações internas trata-se de um processo estabelecido conforme as disposições das normas formais e informais do ambiente, aspectos enfatizados pela abordagem da Nova Economia Institucional.

A evolução do mercado de valores mobiliários no Brasil pode ser analisada em tal contexto. Ao longo do tempo, o sistema de capitais passou por momentos instáveis, o que acabou por moldar o processo empresarial de forma específica à realidade nacional. Em relação à formação histórica do mercado de capitais brasileiro, primeiro objetivo específico desta pesquisa, este foi condicionado pelos aspectos estruturais da formação econômica e política do país. As modificações que ocorreram no cenário empresarial foram afetadas por crises especulativas, as quais fizeram com que se impusessem óbices à expansão das sociedades anônimas. O ambiente restritivo permaneceu até 1965, quando ocorre o marco de uma estrutura favorável ao mercado, por meio da edição da Lei do Mercado de Capitais. Mesmo com as inovações nas instituições regulatórias, foram adotados incentivos fiscais como mecanismos de expansão dos negócios. Porém, estes fizeram com que o mercado crescesse desordenadamente, culminando na crise especulativa de 1971. Em meio ao cenário de estagnação, ocorre o segundo ciclo de reformas do ambiente regulatório, com a criação da CVM e a edição da Lei das S/A. Apesar das inovações institucionais, o quadro macroeconômico desequilibrado dos anos de 1980 prejudicava o sistema acionário. Após os consecutivos planos econômicos, a abertura aos investimentos estrangeiros e a estabilização econômica do Plano Real,

propiciou-se que os negócios crescessem a partir da entrada de capitais externos. Contudo, isso conduziu à vulnerabilidade diante de crises internacionais e escândalos corporativos, o que incentivou a adoção de boas práticas de governança nos anos 2000 como pilar ao desenvolvimento do mercado de capitais.

O arranjo institucional foi o elemento decisivo na formatação do mercado de capitais brasileiro, sendo responsável pela sua criação, atrofia ou pelo seu crescimento. No que compete à construção do arranjo institucional do mercado, o que cumpre o segundo objetivo específico da investigação, é possível contextualizar dois quadros institucionais com sistemas regulatórios distintos, o primeiro cenário no período anterior a 1965, demarcado pelos entraves legislativos ao processo reformador do sistema acionário. O segundo contexto refere-se à adaptação gradual das normas ao ambiente brasileiro, através do aprimoramento após o marco institucional da década de 1960. Sendo assim, até 1965, não havia um órgão específico que regulasse os agentes econômicos, sendo o arranjo de instituições definido pelos aspectos macroinstitucionais ligados à legislação brasileira e pelos elementos microinstitucionais dos costumes da comunidade de negócios. O desenho do quadro institucional regulador ocorre a partir da Lei do Mercado de Capitais, em 1965. Com o início da estruturação regulatória, buscava-se promover a segurança do ambiente institucional para fortalecer a confiança no mercado, reduzir a assimetria informacional e restringir as possibilidades de comportamento oportunista dos agentes, o que tornaria as instituições mais eficientes no processo de economia dos custos de transação, seleção comportamental defendida por Simon (1979) e reafirmada por Williamson (1985) como alternativas de estrutura de governança.

Em relação à interação entre o mercado de capitais e o ambiente institucional formal, por meio da legislação, esta representou o principal elemento regulador do mercado por muito tempo. Após a crise especulativa do Encilhamento, foram incorporadas leis restritivas às operações das sociedades anônimas, o que permaneceu inalterado até o marco institucional da Lei do Mercado de Capitais. Até então, a legislação condizia com o elemento regulador das interações dos agentes, sendo o instrumento utilizado posteriormente como incentivo à expansão das negociações. Novamente após uma crise especulativa, em 1971, foram adotadas legislações para limitar as conexões do mercado, representando o segundo ciclo de reformas institucionais. Com a criação da CVM e da Lei das S/A, se estabeleceu uma segurança jurídica superior ao que era empregado até então. Porém, a reforma

de 1997, em que o Estado suprimiu o direito dos acionistas minoritários, por meio de lei, fragilizou novamente o sistema acionário. Com a incorporação de medidas autorreguladoras em 2000, ocorre em 2002 a última reforma das S/A, de forma a incrementar os princípios de governança corporativa na legislação. Essas considerações respondem ao objetivo específico referente a interação do mercado de capitais com a legislação que o permeou ao longo do tempo, em que o ordenamento jurídico selecionado, assim como abordado por Hayek (1985), foi o principal mecanismo regulador das relações econômicas.

Ao que compete à avaliação da regulação do mercado sobre as estruturas de governança das firmas, que cumpre o quarto objetivo deste trabalho, o desenvolvimento empresarial através da captação de recursos via mercado acionário não se mostrou significativo até meados do século XX, devido à estagnação proporcionada pelas instituições legais. Tal arranjo institucional restritivo foi incorporado após momentos de crise especulativa, visto que não havia um ambiente regulador estruturado de forma adequada para organizar as interações entre os agentes. Assim, a formatação legislativa levou a um ambiente institucional que impossibilitava uma organização eficiente do mercado através das estruturas de governança para, assim, promover a eficiência ao economizar custos de transação, como sugerido por Williamson (1985). Em resposta ao cenário desfavorável das instituições informais, confiança e a cultura de investimentos em ações, a iniciativa privada estabeleceu no século XXI princípios de governança para a conduta das firmas, de forma a expandir o mercado de maneira ordenada e incrementando gradualmente a confiança disposta nas transações para o pequeno investidor. Assim, o desenvolvimento empresarial brasileiro promoveu um amadurecimento contínuo de suas práticas, baseado na autorregulação, por parte dos segmentos de governança criados pela BM&FBovespa e na regulação formal do ambiente institucional consolidada pela CVM. Esse arranjo incentivou o emprego de boas condutas corporativas pelas companhias, o que demonstra a interação entre a regulação do mercado e as estruturas de organização interna das firmas.

A partir da análise dos objetivos propostos é possível responder ao problema da pesquisa, sendo este: como a evolução do ambiente institucional do mercado de capitais tem influenciado o desenvolvimento empresarial no Brasil? Ao longo de sua história, a evolução das instituições foi o elemento preponderante à construção, atrofia e crescimento do mercado de capitais, fato que reduziu as possibilidades de

estrutura de governança para as empresas e, conseqüentemente, afetou o desenvolvimento empresarial brasileiro. Partindo do pressuposto de que o mercado de capitais conduz à economia dos custos de transação, no momento em que se iniciava uma expansão às negociações nesse ambiente, foram impostas normas formais que acabaram por se tornar óbices ao crescimento das sociedades anônimas. Esse quadro não fomentou uma indústria acionária no país, sendo que, com o processo de industrialização em curso, não existia uma cultura de investimentos, como também não havia interesse no controle familiar das empresas em partilhar a tomada de decisão com os demais investidores. Essas condições, como características particulares da sociedade brasileira, inibiram os resultados das inovações institucionais propostas a partir de 1965, assim como teorizado pela historiografia econômica de North (1990). Através do processo adaptativo das instituições, sua evolução constante foi moldando a realidade empresarial no Brasil, organização que também influenciou o movimento de transformação institucional.

Através das reflexões propostas por essa pesquisa, destaca-se o paradigma abordado pela Nova Economia Institucional à realidade brasileira, em que as instituições são relevantes para a análise econômica. Sendo assim, para o estudo dos problemas da organização social, por parte dos economistas e demais profissionais, é fundamental que a esfera institucional seja considerada, fato que por muito tempo foi renunciado na Ciência Econômica, principal crítica presente nessa investigação. Em relação às limitações da pesquisa, como o arranjo institucional representa um conjunto complexo de coordenações sociais, este extrapola a capacidade racional dos indivíduos, o que torna a análise das instituições um campo árduo, porém necessário à avaliação do desempenho e das disparidades entre as economias. Além disso, por mais que se identifiquem as instituições ineficientes e seus entraves, o processo de mudança social ocorre gradativamente e está sujeito aos interesses de grupos que perpetuam tais instituições. Por fim, as linhas de pesquisa para futuros trabalhos mostram-se promissoras, pois são inúmeras as interações entre a esfera econômica, política, institucional e social. Mas, especificamente, ressalta-se a possibilidade de mensuração da economia de custos de transação proporcionada pelo mercado de capitais às firmas, para assim, tornar mais concisos os custos de se transacionar, relevando sua importância à teoria e alinhando as abordagens entre ambiente institucional e estrutura de governança, o que não deve ser distanciado.

REFERÊNCIAS

- ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. **Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.
- ARRUÑADA, B.; ANDONOVA, V. Instituições de mercado e competência do Judiciário. In: ZYLBERSZTAJN, D.; SZTAJN, R. (Org.). **Direito & Economia: análise econômica do direito e das organizações**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.
- BARCELLOS, M. **Histórias do Mercado de Capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.
- BARNARD, C. I. **As Funções do Executivo**. São Paulo: Atlas S.A, 1979.
- BERK, J. B. **Finanças Empresariais**. Porto Alegre: Bookman, 2009.
- BRASIL. Decreto n. 417, de 14 de junho de 1845. Para a arrecadação de imposto sobre os corretores. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 31 dez. 1845. Disponível em: <<http://www.lexml.gov.br/urn/urn:lex:br:federal:decreto:1845-06-14;417>>. Acesso em: 26 ago. 2015.
- _____. Decreto n. 648, de 10 de novembro de 1849. Manda executar o regulamento sobre os corretores. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 31 dez. 1849. Disponível em: <<http://www.lexml.gov.br/urn/urn:lex:br:federal:decreto:1849-11-10;648>>. Acesso em: 26 ago. 2015.
- _____. Lei n. 556, de 25 de junho de 1850. Código Comercial. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 31 dez. 1850. Disponível em: <<http://www.lexml.gov.br/urn/urn:lex:br:federal:lei:1850-06-25;556>>. Acesso em: 26 ago. 2015.
- _____. Lei n. 1.083, de 22 de agosto de 1860. Contendo providências sobre os Bancos de emissão, meio circulante e diversas Companhias e Sociedades. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 31 dez. 1860. Disponível em: <<http://www.lexml.gov.br/urn/urn:lex:br:federal:decreto:1895-12-16;354>>. Acesso em: 01 set. 2015.
- _____. Decreto n. 354, de 16 de dezembro de 1895. Reorganiza a corporação dos corretores de fundos públicos do Distrito Federal e providencia sobre as operações por eles realizadas na bolsa. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 31 dez. 1895. Disponível em: <<http://www.lexml.gov.br/urn/urn:lex:br:federal:decreto:1895-12-16;354>>. Acesso em: 01 set. 2015.
- _____. Decreto n. 9.783, de 06 de setembro de 1946. Dispõe sobre a admissão, para cotação em Bolsa, de ações ou obrigações ao portador. **Diário Oficial [da]**

República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 10 set. 1946. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1937-1946/Del9783.htm>. Acesso em: 05 set. 2015.

_____. Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 31 dez. 1964. Disponível em: <<http://www.lexml.gov.br/urn/urn:lex:br:federal:lei:1964-12-31;4595>>. Acesso em: 30 ago. 2015.

_____. Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 16 jul. 1965. Disponível em: <<http://www.lexml.gov.br/urn/urn:lex:br:federal:lei:1965-07-14;4728>>. Acesso em: 30 ago. 2015.

_____. Decreto-Lei n. 157, de 10 de fevereiro de 1967. Concede estímulos fiscais à capitalização das empresas; reforça os incentivos à compra de ações; facilita o pagamento de débitos fiscais. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 13 fev. 1967. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1965-1988/Del0157.htm>. Acesso em: 05 set. 2015.

_____. Lei n. 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 09 dez. 1976. Disponível em: <<http://www.lexml.gov.br/urn/urn:lex:br:federal:lei:1976-12-07;6385>>. Acesso em: 15 set. 2015.

_____. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: <<http://www.lexml.gov.br/urn/urn:lex:br:federal:lei:1976-12-15;6404>>. Acesso em: 15 set. 2015.

_____. Lei n. 9.457, de 05 de maio de 1997. Altera dispositivos da Lei n. 6.404 e da Lei n. 6.385. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 06 mai. 1997. Disponível em: <<http://www.lexml.gov.br/urn/urn:lex:br:federal:lei:1997-05-05;9457>>. Acesso em: 19 set. 2015.

_____. Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei n. 6.404 e na Lei n. 6.385. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 01 nov. 2001. Disponível em: <<http://www.lexml.gov.br/urn/urn:lex:br:federal:lei:2001-10-31;10303>>. Acesso em: 19 set. 2015.

BERCHIELLI, F. O. **Economia Monetária**. São Paulo: Saraiva, 2003.

BM&FBOVESPA. Desenvolvido pela BM&FBovespa. 2015. Apresenta informações gerais sobre a instituição. Disponível em: < www.bmfbovespa.com.br > . Acesso em: 03 out. 2015.

_____. **Relatório Anual 2014**. [S.l.]: BM&FBovespa, 2014. Disponível em: <<http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/s-20-ptb.html?idioma=ptb>>. Acesso em: 23 out. 2015.

CARLSSON, R. **Ownership and value creation: strategic corporate governance in the new economy**. New York: John Wiley & Sons, 2001.

CARVALHO, N. **A Saga do Mercado de Capitais no Brasil**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2014.

CARVALHOSA, M.; EIZIRK, N. **A Nova Lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002.

CASTRO, L. B. de. Privatização, Abertura e Desindexação: a Primeira Metade dos Anos 90 (1990-1994). In: GIAMBIAGI, F. et al. **Economia Brasileira Contemporânea: 1945-2010**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

CHEUNG, S. N. S. **Economic Explanation: Selected Papers of Steven N.S. Cheung**. Hong Kong: Arcadia Press Limited, 2005.

_____. The Contractual Nature of the Firm. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 1, p. 1-21, 1983.

COASE, R. H. **The Firm, the Market and the Law**. Chicago: The University of Chicago Press, 1990.

_____. The Nature of the Firm. **Economica**, v.4, n.3, p. 386-405, 1937.

COMMONS, J. R. **Institucional Economics**. Madison: University of Wisconsin Press, 1934.

COOTER, R.; ULEN, T. **Direito & Economia**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2010.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014.

FARINA, E. M. M. Q.; AZEVEDO, P. F. de; SAES, M. S. M. **Competitividade: Mercado, Estado e Organizações**. São Paulo: Singular, 1997.

FURTADO, C. **Formação Econômica do Brasil**. 34. ed. São Paulo: Companhia das Letras, 2007.

GIAMBIAGI, F. Estabilização, Reformas e Desequilíbrios Macroeconômicos: Os Anos FHC (1995-2002). In: GIAMBIAGI, F. et al. **Economia Brasileira Contemporânea: 1945-2010**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011a.

_____. Rompendo com a Ruptura: o Governo Lula (2003-2010). In: GIAMBIAGI, F. et al. **Economia Brasileira Contemporânea: 1945-2010**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011b.

GIL, A. C. **Técnicas de Pesquisa em Economia**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1991.

GONTIJO, C. **Raízes da Crise Financeira dos Derivativos Subprime**. Belo Horizonte: UFMG/Cedeplar, 2008.

GRAY, D. E. **Pesquisa no Mundo Real**. 2. ed. Porto Alegre: Penso, 2012.

HAYEK, F. A. **Direito, Legislação e Liberdade**: uma nova formulação dos princípios liberais de justiça e economia política. São Paulo: Visão, 1985.

_____. The Use of Knowledge in Society. **American Economic Review**, v. 35, n.4, p. 519-530, 1945.

HERMANN, J. Reformas, Endividamento Externo e o “Milagre” Econômico (1964-1973). In: GIAMBIAGI, F. et al. **Economia Brasileira Contemporânea: 1945-2010**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

HUNT, E. K.; SHERMAN, H. J. **História do Pensamento Econômico**. 25. ed. Petrópolis: Vozes, 2010.

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009.

KNIGHT, F. H. **Risk, Uncertainty and Profit**. New York: Sentry Press, 1964.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **The Journal of Finance**, v.54, n. 2, p.471-517, 1999.

LEVY, M. B. **História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

LLEWELLYN, K. N. What Price Contract? An Essay in Perspective. **The Yale Law Journal**, v.40, n. 5, p.704-751, 1931.

MATTOS FILHO, A. O.; PRADO, V. M. Mercado de Capitais no Brasil. In: LIMA, M.L. L. M. P. (Coord.). **Agenda Contemporânea Direito e Economia: 30 anos de Brasil**. Tomo 2. São Paulo: Saraiva, 2012.

MÖLLER, H. D.; CALLADO, A. A. C. Investimentos Estrangeiros em Carteira de Ações, Crises Internacionais e Ibovespa. **Revista de Administração Mackenzie**, v.8, n. 1, p.133-155, 2007.

MÜLLER, L. H. A. **Mercado Exemplar**: um estudo antropológico sobre a bolsa de valores. Porto Alegre: Zouk, 2006.

MUNHOZ, D. G. **Economia Aplicada: técnicas de pesquisa e análise econômica.** Brasília: Editora Universidade de Brasília, 1989.

NORTH, D. C. **Institutions, Institutional Change and Economic Performance.** Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

PENROSE, E. **A Teoria do Crescimento da Firma.** Campinas: Unicamp, 2006.

PORTER, M. E. **Vantagem Competitiva: Criando e sustentando um desempenho superior.** 11. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1989.

POSER, N. S.; ROTH, A. R. **A Preliminary Survey of the Brazilian Stock Markets.** Relatório encaminhado ao Banco Central do Brasil. [S.l.:s.n.], 1965. Disponível em: <<http://www.sechistorical.org/museum/galleries/imp/imp05b.php#ftn6>> . Acesso em: 01 set. 2015.

RODRIGUES, A. C. A Evolução do Mercado de Capitais Brasileiro e o Perfil do Acionista Minoritário no Brasil. **Revista Jurídica da Presidência**, v.14, n. 103, p.405-427, 2012.

SILVA, A. L. C. da; **Governança Corporativa e Sucesso Empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma.** São Paulo: Saraiva, 2006.

SILVEIRA, A. D. M. da. **Governança Corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil.** São Paulo: Saint Paul Institute of Finance, 2005.

SIMON, H. A. **Comportamento Administrativo: estudo dos processos decisórios nas organizações administrativas.** 3. ed. Rio de Janeiro: Ed. da Fundação Getúlio Vargas, 1979.

_____. From Substantive to Procedural Rationality. In: LATSIS, S. J. **Method and Appraisal in Economics.** Cambridge: Cambridge University Press, 1976.

SOUZA, T. de M. G. e. **Governança Corporativa e o Conflito de Interesses nas Sociedades Anônimas.** São Paulo: Atlas, 2005.

SZTAJN, R.; GORGA, E. Tradições do Direito. In: ZYLBERSZTAJN, D.; SZTAJN, R. (Org.). **Direito & Economia: análise econômica do direito e das organizações.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

VEBLEN, T. **A Teoria da Classe Ociosa: um estudo econômico das instituições.** São Paulo: Nova Cultural, 1987.

VILLELA, A. Dos “Anos Dourados” de JK à Crise não Resolvida (1956-1963). In: GIAMBIAGI, F. et al. **Economia Brasileira Contemporânea: 1945-2010.** 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

WILLIAMSON, O. E. **Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives.** New York: Institute for Policy Reform, 1991.

_____. **Mechanisms of Governance.** New York: Oxford University Press, 1996.

_____. **The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting.** New York: The Free Press, 1985.

ZYLBERSZTAJN, D.; SZTAJN, R. (Org.). **Direito & Economia:** análise econômica do direito e das organizações. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

ANEXO A – Principais Regulamentações do Mercado de Capitais Brasileiro

Ano	Legislação	Determinações
1845	Decreto n. 417	Regulamento sobre a operação dos corretores, com a arrecadação de imposto sobre a atividade de intermediação.
1849	Decreto n. 648	Regulamentação mais rígida sobre a atuação dos corretores e criação da Junta do Comércio para dirigi-los e regulá-los.
1850	Lei n. 556	Edição do Código Comercial com a reunião das normas e práticas mercantis vigentes.
1854	Decreto n. 1.487	Veda que as sociedades em comandita possam emitir ações.
1859	Decreto n. 2.457	Cria a exigência do envio de demonstrações das operações das sociedades anônimas.
1860	Lei n. 1.083	Lei dos Entraves. Restrições sobre as operações de intermediação e organização das sociedades anônimas, com a obrigatoriedade do intermédio de um corretor.
1861	Decreto n. 2.733	Diretrizes sobre a transação e transferência de títulos, impondo maiores restrições às operações.
1869	Lei n. 1.731	Revoga a exigência de intermediação obrigatória de um corretor em São Paulo.
1882	Lei n. 3.150	Revoga as restrições à criação de sociedades anônimas da Lei dos Entraves.
1890	Decreto n. 850	Providências que limitaram a criação de novas companhias.
1891	Decreto n. 1.362	Criação de um imposto sobre as operações futuras.
1891	Decreto n. 603	Novo regulamento sobre a aplicação das penas de comisso nas sociedades anônimas.
1892	Lei Estadual n. 107	Criação da Junta Comercial do Estado de São Paulo, iniciando o processo de oficialização da atividade no Estado.
1893	Decreto n. 177-A	Acrescenta elementos formais à criação de obrigações ao portador, as debêntures.
1893	Decreto n. 1.359	Novo regulamento para a Bolsa do Rio de Janeiro e corretores do mercado.
1895	Decreto Legislativo n. 354	Reorganiza a corporação dos corretores de fundos públicos.
1896	Lei Estadual n. 479	Institui ofício de corretores de fundos públicos em São Paulo.
1897	Decreto n. 2.475	Aprova o regulamento estabelecido no Decreto n. 354/1895, o qual define a corporação dos corretores.
1897	Decreto Estadual n. 454	Estatuto dos corretores de fundos públicos em São Paulo de modo semelhante ao Decreto n. 2.475 do Rio de Janeiro.
1932	Decreto n. 21.536	Introduz as ações preferenciais nas sociedades anônimas, diferenciando-as das ações ordinárias ou comuns.
1933	Decreto n. 22.431	Regulamentação mais rígida para a comunhão de debenturistas.

1938	Decreto Lei n. 781	Regulamento acerca da comunhão de debenturistas, sem inovar o anterior, apenas corrigir questões de forma.
1938	Decreto Lei n. 967	Proibição da emissão de papéis da dívida pública sem autorização do Governo Federal.
1939	Decreto Lei n. 1344	Possibilidade dos corretores formarem sociedades, porém mantendo a mesma estrutura básica do mercado.
1940	Decreto Lei n. 2.627	Normas para as sociedades anônimas, prevendo limites definidos de existência das ações ordinárias e preferenciais.
1946	Decreto Lei n. 9.783	Obrigações de que qualquer sociedade anônima deveria se registrar na bolsa mais próxima de sua sede.
1964	Lei n. 4.357	Cria os títulos governamentais ORTN, instituindo a correção monetária como mecanismo para proteger os investidores.
1964	Lei n. 4.506	Cria o conceito de sociedade de capital aberto, isentando-as de pagamento de impostos sobre os lucros das companhias.
1964	Lei n. 4.595	Reforma bancária que estrutura o Sistema Financeiro Nacional, criando o CMN e o BC para disciplinar as instituições financeiras.
1965	Lei n. 4.728	Lei do Mercado de Capitais. Regulamento específico sobre a estrutura, o funcionamento e a fiscalização do mercado.
1966	Resolução n. 16	Cria as sociedades de capital aberto.
1966	Resolução n. 29	Regulamenta a atividade dos bancos de investimento.
1966	Resolução n. 39	Regulamenta os níveis de capitalização das bolsas e corretoras.
1966	Resolução n. 45	Regulamenta as operações realizadas pelas Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento ao aceite títulos cambiários.
1967	Decreto n. 157	Concede estímulos fiscais à capitalização das empresas, reforça os incentivos à compra de ações e facilita o pagamento de débitos fiscais.
1967	Decreto n. 258	Reduz a dedução de pessoas jurídicas para compra de ações estipulada no Decreto n. 157, de 10 para 5%.
1970	Decreto-Lei n. 1.079	Determina a emissão das LTN, ferramenta para as negociações do Banco Central no mercado aberto.
1971	Lei n. 5.710	Facilita a emissão de ações pelos bancos, admitindo a criação de ações preferenciais não votantes e ao portador.
1971	Resolução n. 201	Possibilita que os bancos possam emitir metade de seu capital em ações preferenciais, sem direito a voto.
1971	Resolução n. 203	Endossa e oficializa o mercado nacional.
1975	Decreto Lei n. 1.401	Tentativa de atração de capitais estrangeiros no mercado de ações por meio de mecanismos.
1976	Resolução n. 366	Regulamento que disciplina compromissos de recompra ou compra e de revenda ou venda de títulos de renda fixa, ferramenta no uso do mercado aberto.
1976	Lei n. 6.385	Dispõe do mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários como órgão regulador.

1976	Lei n. 6.404	Lei das S/A. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.
1976	Resolução n. 401	Determina regras para a realização da oferta pública de ações com direito a voto.
1976	Decreto Lei n. 1.401	Mecanismo para atrair capitais externos para aplicação no mercado de capitais brasileiro.
1978	Carta-Circular n. 303	Estabelece condições para a execução de operações consideradas especiais.
1978	Resolução n. 460	Determina que os fundos de pensão deveriam aplicar pelo menos 20% de seus recursos em ações.
1982	Resolução n. 729	Aumenta o mínimo de aplicação em títulos da Resolução n. 460 para 30%.
1986	Resolução n. 1.148	Estabelece a aplicação mínima compulsória de 25% do patrimônio dos fundos no mercado acionário.
1987	Resolução n. 1.289	Disciplina a constituição, o funcionamento e a administração de Sociedade de Investimento.
1994	Resolução n. 2.109	Desconsidera limites mínimos na regulação dos investimentos dos recursos dos fundos de pensão.
1997	Lei n. 9.457	Reforma a Lei das Sociedades Anônimas.
1999	Instrução n. 299	Dispõe sobre divulgação de informações na alienação de controle acionário, com regras à negociação de ações e ofertas públicas para sua aquisição.
2001	Lei n. 10.303	Reforma da Lei das Sociedades Anônimas.
2001	Decreto n. 3.995	Altera e acresce dispositivos à Lei n. 6.385/1976.
2002	Lei n. 10.411	Torna a CVM uma entidade autárquica em regime especial, com personalidade jurídica e patrimônio próprio, autoridade administrativa, financeira e orçamentária.
2002	Instrução n. 358	Dispõe sobre a divulgação e uso de informações relativas às companhias abertas.
2002	Instrução n. 361	Dispõe sobre as ofertas públicas de aquisição de ações, seu registro e o aumento de participação de acionista controlador para aquisição de controle.
2003	Instrução n. 381	Disciplina a divulgação de informações sobre a prestação de serviços que não sejam de auditoria externa.
2007	Instrução n. 461	Esclarece definições dos mercados regulamentados na legislação, sendo eles o mercado de bolsa, o mercado de balcão organizado e o mercado de balcão não organizado.
2009	Instrução n. 480	Regulamenta o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados.
2010	Decreto n. 7.397	Política de incentivo à educação financeira.

Fonte: quadro elaborado pela autora.