



*Fundação Getúlio Vargas*

**E P G E**  
Escola de Pós-Graduação em Economia

SEMINÁRIOS DE PESQUISA ECONÔMICA I (1ª parte)

199812 F3479

332.670981 M236<sup>m f</sup>



1000087390

**“MIOPIA E CONTROLE DO CAPITAL  
NO BRASIL”**

**GUILLERMO TOMAS  
MALAGA**

**(FGV/EAESP)**

**LOCAL:** Fundação Getúlio Vargas  
Praia de Botafogo, 190 - 10º andar  
Auditório Eugênio Gudin

**DATA:** 09/03/95 (quinta-feira)

**HORÁRIO:** 15:30h

# **MIOPIA E CONTROLE DO CAPITAL NO BRASIL**

*Maria Carolina da Silva Leme*  
*UNICAMP E CEBRAP*

*Guillermo Tomás Málaga*  
*EASP-FGV E UNIBANCO*

## Miopia e Controle do Capital no Brasil<sup>1</sup>

Maria Carolina da Silva Leme  
Unicamp e Cebrap

Guillermo Tomás Málaga  
EAESP-FGV e Unibanco

### Introdução

O mercado de ações brasileiro apresenta duas características bastante peculiares quando comparado ao de outros países. De um lado, paga dividendos bastante baixos 0.8%, contra 3% a 4% dos Estados Unidos e 4% e 5% na Inglaterra, segundo estimativas da Baring Securities<sup>2</sup>. De outro, como a legislação permite que as empresas possam colocar até 2/3 de ações preferenciais, na maioria das empresas as ações ordinárias quase não chegam ao público, tornando-se ações da direção da empresa.

Os baixos dividendos, indicando elevada retenção de lucros para auto-financiamento, e a não colocação de ações com direito a voto parecem indicar que a direção das empresas brasileiras não quer correr riscos de interferência sobre sua administração. Na realidade, se as empresas só oferecem ações preferenciais, não há ações de fato no mercado, pois embora ações preferenciais sejam contabilmente

---

1. Agradecemos a Juan Zeballos pelas proveitosas conversas sobre o tema.

2. Declarações de seu presidente local ao jornal O Estado de São Paulo em 22 de agosto de 1994.

classificadas como tal, elas são um híbrido entre títulos e ações ordinárias. O pagamento de dividendos preferenciais é semelhante ao pagamento de juros dos títulos, pois é fixo e deve ser pago antes que os dividendos das ações ordinárias, mas como estas ações não são resgatáveis, são como *perpetuities*. De ações, propriamente ditas, elas têm apenas o impedimento de não pedir a falência da empresa em caso de não serem pagos.<sup>3</sup> Com este tipo de ação e pagando dividendos baixos as bolsas de valores tendem a atrair, principalmente, investidores interessados apenas nos ganhos especulativos de capital ou com uma perspectiva de investimento de curto prazo, sem interesse nos dividendos.

Quando na revisão da lei das Sociedades Anônimas em 1993, foi encaminhada a proposta, não levada a audiência pública, de aumentar a obrigatoriedade de emissão de ações ordinárias, a ABRASCA - Associação Brasileira de Sociedades de Capital Aberto - foi veementemente contra. Seu principal argumento foi que as empresas que aumentaram a emissão deste tipo de ação foram objeto de *takeover* (ABRASCA, 1991), e que quando em 1976 foi modificada a proporção de ações preferenciais de metade do capital para 2/3, a intenção era ampliar a liberdade do empresário privado na administração da empresa. Segundo a ABRASCA (1991) "Os únicos beneficiários da proibição da emissão de novas ações preferenciais seriam alguns poucos profissionais de mercado

---

<sup>3</sup> Neste caso, as ações preferenciais tornam-se temporariamente ordinárias, até que o pagamento de dividendos se regularize.

e especuladores que tirariam proveito das eventuais trocas de controle de algumas empresas".

Neste trabalho pretendemos discutir algumas das consequências da prática de grandes empresas brasileiras de não colocar ações com direito à voto. Em particular, esta prática tende a afugentar os investidores de longo prazo. Estes investidores podem exercer uma dupla função: monitorar certas atividades coibindo certas práticas da direção e, potencialmente, estabilizar o mercado reduzindo as chances de *takeovers* hostis, mas não dos *takeovers* por razões de eficiência, que são, em princípio, desejáveis do ponto de vista social.

É evidente que o monitoramento que pode ser exercido pelos acionistas apenas minimiza a assimetria de informação, no sentido de que é impossível ter certeza de que o mau resultado não se deve à má administração da diretoria encarregada da empresa. Por outro lado, os acionistas são mais efetivos para controlar questões como salários da direção, repasses da empresa para o fundo de pensão dos funcionários etc. do que para questões relativas à investimentos produtivos.

Para o atual momento brasileiro, a questão do bom funcionamento do mercado de ações não se restringe apenas à questão do volume de recursos que as empresas podem esperar levantar por esta via.<sup>4</sup> Este torna-se essencial se o

---

<sup>4</sup> Se o exemplo dos países desenvolvidos é válido, pouco capital é levantado por meio de ações. (Stiglitz, 1990)

governo decidir utilizar o modelo de capitalismo popular em privatizações, como no Chile e na Inglaterra e se, com a reforma da previdência, surgirem os fundos de pensão, potenciais investidores de longo prazo.

Na primeira parte são apresentados os principais argumentos para justificar ou proteger as empresas dos takeovers. Na segunda, são analisadas as preferências dos investidores de curto e longo prazo com respeito ao controle da empresa. Na terceira parte, são analisadas as consequências da presença de investidores de longo prazo na flutuação do preço das ações. Finalmente, na quarta parte são esboçadas algumas conclusões.

## **I Takeovers e Monitoramento**

A discussão a respeito de ações ordinárias, takeovers hostis ou não e incentivos ao comportamento dos administradores das empresas tem ocupado bastante espaço na literatura econômica e financeira nos últimos anos. Este debate surgiu a partir do grande volume de takeovers ocorridos, principalmente nos Estados Unidos, nos meados da década de oitenta. A discussão centrou-se principalmente em torno da questão da desejabilidade destes takeovers e da colocação majoritária de ações ordinárias que permite tal tomada de poder.

O debate é bastante polarizado. De um lado há os que vêm os takeovers como uma forma de permitir economias de escala ou de escopo, melhor administração etc. A

reorganização econômica seria a fonte de ganhos dos *leverages buyouts* e dos *takeovers*, que seriam ganhos de eficiência (Miller, 1991). Por outro lado, a ameaça de sofrer um *takeover* seria também uma forma de disciplinar gerentes que não agem no interesse dos acionistas. A separação entre a propriedade do capital e a administração das grandes empresas em um contexto de assimetria de informação permite aos gerentes adotarem uma série de ações em benefício próprio em detrimento dos acionistas. Se uma empresa não está sendo administrado de acordo com os interesses dos acionistas, um investidor faz uma proposta de *takeover*, compra a empresa, a reestrutura e a vende de volta por um preço alto. A ameaça de *takeovers* funcionaria como um disciplinador sobre o comportamento dos administradores. Existem argumentos que assinalam os limites desta disciplina. Grossman e Hart (1980) argumentam que qualquer lucro que o investidor (o *raider*) pudesse ter pela apreciação da ação, seria um lucro antecipado pelo acionista que nestas circunstâncias não venderia sua participação. O *takeover* não seria lucrativo, mesmo com ganhos potenciais, devido ao comportamento de *free rider* por parte dos acionistas sobre os ganhos potenciais do *rider*. Porém, os *takeovers* de fato acontecem e, presumivelmente, com lucro. Podem, no entanto, ficar aquém do desejado por cause deste problema de informação.

Argumenta-se, também, que a ameaça de *takeover* pode ter como consequência a escolha de projetos de curto prazo

em detrimento de projetos de longo prazo, potencialmente mais desejáveis. Stein (1988) desenvolve um modelo em que assimetria de informação entre acionistas e administradores pode levar a este tipo de miopia, pois a reação dos primeiros a retornos temporariamente baixos pode ter como consequência uma subavaliação das ações, aumentando as chances de um *takeover*. Na nova tradição da *economia dos custos de transação*, Schleifer e Vishny (1990) comparam os efeitos sobre o retorno dos ativos de longo prazo e curto prazo em um mercado dominado por *noise traders* e arbitradores bem informados. Estes últimos, no entanto, enfrentam racionamento de crédito (preço e quantidade) para financiar suas compras de ativos. Este racionamento torna mais barata a arbitragem em ações que ficam menos tempo subavaliados (isto é, ações de empresas que estão engagadas em investimentos de curto prazo). Neste contexto, o resultado é um *underpricing* dos ativos de longo prazo, que leva as firmas a preferirem investimentos de curto prazo. Dada que a subvalorização converte as ações das empresas que adotam projetos de longo prazo em alvos de mercado para possíveis *takeovers*, a consequência é uma miopia gerencial. Esta análise, em que ganhos de curto prazo sacrificam oportunidades de longo prazo, sustenta que o mercado não consegue avaliar corretamente os valores presentes descontados, pelo que foi questionada por Miller (1991) na sua forma mais simples. Porém, na versão em que são explicitados os custos de arbitragem a proposição é mais



poderosa. Mas existe pouca evidência a este respeito. É difícil entender como uma empresa com visão de curto prazo poderá livrar-se de uma crise se não adotar os projetos necessários para manter sua posição de mercado, mesmo que estes sejam de curto prazo.

A desejabilidade social dos takeovers remete a discussão dos acionistas ordinários e seus poderes dentro das empresas. Na literatura a discussão está centrada em investidores de curto prazo ou investidores com pouco interesse na empresa, que não investem em reduzir a assimetria de informação e exercer mais efetivamente seu poder de monitoramento. O tradicional investidor que diversifica e faz investimentos de longo prazo não é sujeito destas análises. O investidor modelado não diversifica, mantém apenas um tipo ou um pequeno número de ações e o mercado se divide entre *noise traders* e arbitradores (De Long et.al., 1990; Schleifer e Vishny 1990). Esta literatura, com diversidade de investidores, chega a melhores resultados para explicar as flutuações dos preços das ações do que os modelos de mercado eficiente. Não obstante, esta literatura ignora os investidores de longo prazo que têm potencial estabilizador sobre estas flutuações e podem, portanto, evitar takeovers ineficientes.

Por outro lado, investidores dispostos a controlar as empresas podem evitar crises profundas nestas. Assim como governos que adiam reformas econômicas, as administrações, em geral, não são eficientes para promover mudanças nas

empresas. Uma explicação para este fenômeno é a Teoria da Procrastinação de Akerlof, que considera que os custos marginais de adiar uma reforma necessária, por mais um período, são consideravelmente pequenos quando comparados aos custos da própria reforma. É necessário um controle ou monitoramento externo para evitar um alongamento e consequente aprofundamento da crise. Em outras palavras, as probabilidades da empresa entrar em dificuldades financeiras é maior na medida em que o controle do capital esteja mais concentrado e menos sujeito a uma apreciação externa. Estes são os pontos que discutimos a seguir.

## **II Monitoramento e os Investidores de Longo Prazo**

Se considerarmos que o monitoramento é essencial para uma gestão eficiente da empresa e que a colocação de ações ordinárias abre esta possibilidade para os investidores, queremos demonstrar que apenas investidores de longo prazo (com elevada taxa de desconto intertemporal) escolhem monitorar a empresa.

Quando um investidor compra uma ação preferencial compra o direito a um dividendo que depende da atuação de empresa e os estados de natureza  $Y$ , mas também de seu monitoramento cujas ações possíveis estão contidas em  $A$ . Desta maneira podemos escrever o objetivo do investidor como:

$$V(y) = \max_{\alpha \in A} \sum_{t=0}^{\infty} \delta^t \sum_{y' \in Y} \pi(y'|\alpha, y) g(\alpha, y)$$

Vamos supor que existem dois estados para a firma:  $a$ , quando a firma está em atividade e  $f$ , quando a firma deixa de funcionar. Assim, definimos o conjunto dos estados da natureza como:  $Y = \{a, f\}$ .

Um investidor interessado em comprar uma participação desta empresa pode decidir gastar recursos e monitorar as atividades da empresa, ou não. Se  $m$  é a ação de monitorar e  $n$  a de não monitorar, então o conjunto de ações disponíveis para ele é:  $A = \{m, n\}$ . O investidor têm taxa de desconto  $0 \leq \delta < 1$ .

$g(\alpha, y)$  é o dividendo derivado do estado da natureza  $y \in Y$  e da ação  $\alpha \in A$  a cada período, que pode atingir os quatro valores mostrados na matriz de utilidades abaixo:

$$\begin{array}{cc} & \begin{array}{cc} a & f \end{array} \\ \begin{array}{c} m \\ n \end{array} & \begin{bmatrix} R^m & 0 \\ R^n & 0 \end{bmatrix} \end{array}$$

$\pi(y'|\alpha, y)$ , é a probabilidade de transição e  $y'$  é o estado da natureza no período seguinte. A probabilidade de transição pode assumir os seguintes valores:

$\pi(f|\alpha, f) = 1$  , isto é, se a firma fechar continuará fechada no próximo período, independente da ação

$\pi(a|m, a) = p$  , isto é, se a firma estava ativa e o monitoramento é feito a probabilidade de continuar aberta no próximo período é  $p$ .

$\pi(a|n, a) = q$  isto é, se a firma estava ativa e não foi feito o monitoramento, a probabilidade de continuar ativa é  $q$ .

Obviamente  $p > q$  para o monitoramento ter sentido e, como monitorar é custoso  $R^n > R^m$ . O ganho a cada período é menor porém a probabilidade de se estender por mais tempo é maior.

Temos que calcular o valor presente descontado do retorno esperado na empresa em funcionamento  $V(a)$  e da empresa que saiu de atividade  $V(f)$  para cada ação.

Supondo inicialmente que, uma vez escolhida uma ação o investidor a repetirá indefinidamente, isto é se ele decide monitorar, monitorará todos os períodos, queremos encontrar  $V(a)$  e  $V(f)$  tal que:

$$V(f) = \max_{\alpha} [(1 - \delta)0 + \delta V(f)] = 0$$

pois  $V(f)$  não depende de  $\alpha$

$$V(a) = \max_{\alpha} \left[ (1 - \delta)R^m + \delta(pV(a) + (1 - p)V(f)), (1 - \delta)R^n + \delta(qV(a) + (1 - q)V(f)) \right] \quad (2)$$

Logo, se a resposta é:

$$\alpha = m \quad V(a) = \frac{R^m(1 - \delta)}{(1 - p\delta)}$$

se for:

$$\alpha = n \quad V(a) = \frac{R^n(1 - \delta)}{(1 - q\delta)}$$

Assim, o monitoramento será feito se  $V(a,m) > V(a,n)$ , o que equivale a dizer que será feito se:

$$\delta \geq \frac{R^n - R^m}{pR^n - qR^m} \quad (3)$$

Como  $R^n > R^m$  e  $p > q$ , o lado direito da expressão é positivo logo para  $\delta > 0$ . Na verdade, a restrição que se coloca é para  $\delta < 1$  isto é, que  $R^n/R^m < (1-q)/(1-p)$ . A restrição é que o ganho de um período de não monitorar não seja maior do que a razão entre as probabilidades da firma fechar. Em outras palavras, se ambas razões fossem iguais somente indivíduos infinitamente pacientes fariam monitoramento.

Pela equação (3), somente investidores com  $\delta$  elevado fazem o monitoramento, isto é, o que chamamos de investidores de longo prazo.

Podemos notar ainda que:

$$\frac{\partial \delta}{\partial R^n} = \frac{1 - p\delta}{pR^n - qR^m} > 0 ; \quad \frac{\partial \delta}{\partial R^m} = \frac{p\delta - 1}{pR^n - qR^m} < 0$$

$$\frac{\partial \delta}{\partial p} = -R^n < 0 ; \quad \frac{\partial \delta}{\partial q} = R^m > 0$$

Assim, quanto maior for o diferencial entre os retornos associados ao não monitoramento e os associados ao monitoramento, maior tem que ser  $\delta$  para que o monitoramento ocorra. Do mesmo modo, quanto mais elevada a probabilidade da firma manter-se em atividade dado que o monitoramento não é feito maior tem que ser  $\delta$ . Ou seja, nestes casos só investidores com horizonte bastante elevado fariam monitoramento. O oposto acontece com a probabilidade de manter-se em atividade se o monitoramento for feito.

Falta verificar se a estratégia de sempre escolher a mesma ação, monitorar ou não monitorar, é ótima. Pelo teorema da optimalidade sabemos que uma estratégia é ótima para retornos limitados inferiormente, se qualquer desvio desta não aumenta o valor presente dos ganhos esperados (ver por exemplo Kreps, 1990).

Vamos considerar, em primeiro lugar, a estratégia de sempre monitorar e verificar se ocorre algum ganho em desviar desta estratégia por um período. O valor presente esperado em desviar no período  $i$  é dado por  $V'(a)$ .

$$V'(a) = \frac{R^m(1 - p^i\delta^i)}{(1 - p\delta)} + p^i\delta^i R^n + \frac{R^m p^{i+1}\delta^{i+1}}{(1 - p\delta)} \quad (4)$$

Subtraindo equação 4 da equação 2.1 temos:

$$V(a) - V'(a) = p^i\delta^i(R^m - R^n) + \frac{R^m(p - q)p^i\delta^{i+1}}{(1 - p\delta)} > 0$$

isto é, caso

$$\frac{R^m(p - q)p^i\delta^{i+1}}{(1 - p\delta)} > (R^n - R^m)p^i\delta^i$$

que implica em

$$\delta > \frac{R^n - R^m}{pR^n - qR^m}$$

que é a condição para o monitoramento ocorrer. Logo, para o investidor de longo prazo, não monitorar um período reduz o valor presente esperado de seu retorno.

Similarmente, para o investidor que escolhe nunca monitorar a condição para que não ocorram ganhos com o desvio da estratégia é:

$$V(a) - V'(a) = q^i \delta^i (R^n - R^m) + \frac{R^n (q - p) q^i \delta^{i+1}}{(1 - q\delta)} > 0$$

isto é, caso

$$(R^n - R^m) p^i \delta^i > \frac{R^n (p - q) q^i d^{i+1}}{(1 - qd)}$$

que implica em

$$d < \frac{R^n - R^m}{pR^n - qR^m}$$

Novamente, a condição para que o investidor não desvie da estratégia de nunca monitorar é a mesma para que ele não monitore nunca, isto é, ser um investidor de curto prazo.

Assim, podemos concluir que, se o monitoramento é uma atividade desejável porém custosa, apenas investidores de longo prazo se interessarão por ela. Desta maneira as empresas que não colocam ações ordinárias, não permitindo que esta atividade seja exercida, estão deixando de atrair investidores interessados no desempenho da empresa. Atraem apenas investidores que não se importam se a firma pode fechar num futuro próximo, desde que dê retornos elevados no curto prazo.



### III Os investidores de Longo Prazo e a Estabilidade do Mercado

O segundo ponto a discutir é que os investidores de longo prazo podem funcionar como estabilizadores dos preços das ações, contrabalançando a desestabilização provocada pela atividade de *noise traders*. Os investidores de longo prazo, ao exercerem monitoramento tornam-se melhor informados e portanto, menos vulneráveis a notícias que afetam o comportamento dos *noise traders*. Podemos supor que o comportamento destes investidores é afetado principalmente por mudanças dos *fundamentals*, esta é a nossa nova definição de *investidor de longo prazo*.

Vamos supor que os investidores de longo prazo têm demanda  $Q_1$  pelas ações da empresa e os *noise traders* têm demanda  $Q_2$ . Isto é,

$$Q_1 = W_1 \alpha_1 (E_1(\theta)) / p_t,$$

$$Q_2 = W_2 \alpha_2 (E_2(\theta)) / p_t,$$

$$E_i(\theta) = D / p_t + E_i(p_{t+1}) / p_t,$$

onde  $W_i$  é a riqueza,  $\alpha_i$  a porcentagem da riqueza no ativo de risco que é função da expectativa de retorno, dada a informação que cada investidor possui e de  $D$ , os dividendos futuros pagos pela empresa, que assumimos constantes.

Supondo que os indivíduos são aversos aos risco, para valores esperados de rentabilidade superior ao do ativo sem

risco, a demanda pelo ativo de risco cresce a medida que o retorno esperado aumenta, mas a taxas decrescentes, isto porque o investidor tenta evitar uma exposição excessiva ao risco particular deste ativo. Portanto, as demandas podem ser somadas e a resultante também será crescente com respeito ao retorno do ativo de risco. Se normalizarmos a oferta,  $Q^S = 1$ , temos:

$$P_t = W_1 \alpha_1 (E_1(\theta)) + W_2 \alpha_2 (E_2(\theta)).$$

Como os retornos estão em relação direta ao preço esperado futuro podemos aproximar esta equação como:

$$P_t = aV_1 + (1-a)V_2,$$

onde  $V_i \sim N(\mu_i, \sigma_i^2)$   $i=1,2$  e  $V_i = E_i(P_{t+1})$ .

$V_i$  é uma expectativa de preço baseada nas informações que o investidor possui. Trata-se de uma variável aleatória na medida que estes investidores não têm certeza sobre a qualidade de suas informações e crenças.  $a$  é uma medida do peso dos investidores de longo prazo no mercado e  $(1-a)$  é o peso dos noise traders. Assumimos que  $\mu_1$  é maior que  $\mu_2$  e que  $\sigma_1^2 < \sigma_2^2$  para simular uma subavaliação do mercado de uma ação. O mercado recupera os valores fundamentais através da

atividade dos arbitradores que percebem a subvalorização como em De Long et.al. (1990) e Schleifer e Vishny (1991).

Vamos supor que arbitradores procuram os ganhos de arbitragem estimando  $V_1$  quando só observam  $p_t$ . Eles procuram estimar  $E(V_1|P_t, a)$ . Este é o problema clássico de extração de sinal (ver Sargent, 1979), utilizado em um contexto semelhante por Romer (1993).

$$E(V_1) = b_0 + b_1 p$$

é o estimador de mínimos quadrados de  $V_1$ .

$$b_1 = \frac{a\sigma_1^2}{a^2\sigma_1^2 + (1-a)^2\sigma_2^2}$$

e

$$b_0 = \frac{\mu_1(1-a)\sigma_2^2 - a(1-a)\sigma_1^2\mu_2}{a^2\sigma_1^2 + (1-a)^2\sigma_2^2}$$

$$E(V_1|P, a) = \frac{a\sigma_1^2}{a^2\sigma_1^2 + (1-a)^2\sigma_2^2} \left( \frac{\mu_1(1-a)^2}{a} \frac{\sigma_2^2}{\sigma_1^2} - \mu_2(1-a) + p \right)$$

Os arbitradores extraem este sinal na expectativa de que o preço se aproxime, no futuro, para os valores fundamentais. No entanto, na medida em que o peso dos investidores de longo prazo seja pequeno os arbitradores terão maior dificuldade para levar o mercado ao seu valor fundamental.

Assumindo que o preço de mercado após a atuação dos arbitradores seja, em valor esperado

$$E(P_{t+1}) = aE(V_1|P_t) + (1 - a - c)\mu_2 + cE(V_1|P_t),$$

onde  $c$  é o peso dos arbitradores. Simulamos dois casos, o primeiro em que  $c < (1-a)$ , causado por uma restrição de crédito à la Stiglitz e Weiss (1981). Neste caso, como se observa no gráfico 1, uma subvalorização persistirá se  $a$ , a participação dos investidores de longo prazo no mercado, for pequena.

Uma segunda simulação foi feita a partir da suposição de que os arbitradores são sensíveis à variância da sua estimativa de  $V_1$ . Quando  $a$  é pequeno a variância de sua estimativa é próxima de  $\sigma_2^2$ , a maior destas. Se os arbitradores forem aversos ao risco eles diminuirão sua participação,  $c$ , quanto menor seja  $a$ . No gráfico 2 pode-se observar que a subvalorização será maior neste caso para valores pequenos de  $a$  e levemente menor para valores próximos de 1.

Em conclusão, a subvalorização que permite *takeovers* agressivos, sem nenhum ganho de eficiência para a economia, pode ocorrer mais facilmente se  $a$  é pequeno. A alternativa do arbitrador procurar informação fora do mercado, na ausência de investidores de longo prazo, também não é eficiente do ponto de vista social, pois estes investidores

são, por definição, de curto prazo. As empresas nacionais perseguindo uma estratégia de não colocar em risco seu controle acionário, podem estar criando as condições que barateiam sua aquisição.

Gráfico 1

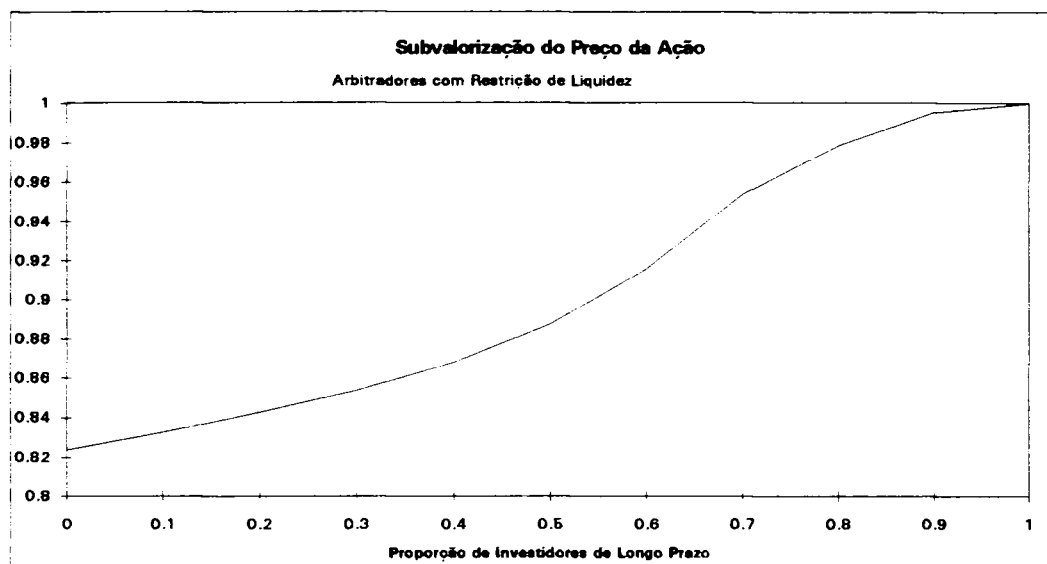
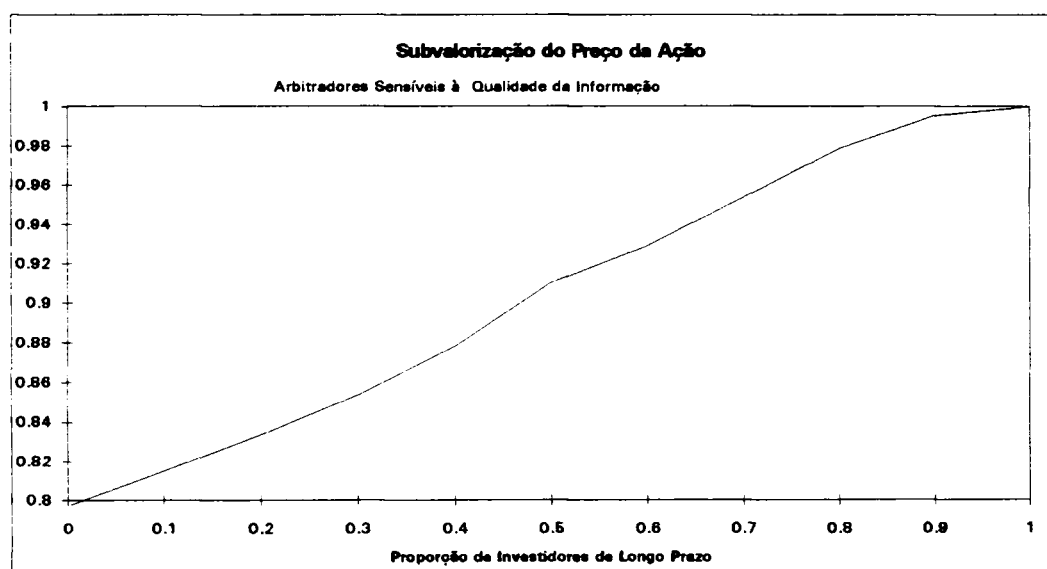


Gráfico 2



#### IV Conclusões

Neste trabalho levantamos apenas alguns dos problemas que limitam o tamanho do mercado de ações brasileiro. Continua sem resposta porém, o problema do porquê as empresas não emitem um volume maior de ações ordinárias. Uma das razões mais plausíveis é o grau limitado de concorrência a que estiveram sujeitas no passado. Com a abertura da economia, o barateamento do custo do capital deverá tornar-se mais importante e assim, as empresas que enfrentam maior concorrência deverão recorrer mais frequentemente ao mercado financeiro, em particular ao acionário. Na medida em que assim o façam estarão se protegendo de *takeovers* agressivos e barateando, ao mesmo tempo, seus custos.

Em que medida a legislação deve forçar esta transição é uma questão em aberto. Impor um limite menor a emissão de ações preferenciais, como em muitos países, pode ser uma solução de sub-ótima uma vez que a origem desta distorção deve estar nas concessões de renda que significou a proteção dada para estas empresas pelo modelo de substituição de importações.

## Referências

ABRASCA, Sistema de Informações Abrasca às Companhias Abertas "Ações preferenciais - estudos mostram sua importância", 25/02/1991.

\_\_\_\_\_ Edição especial sobre anteprojeto de modificação da Lei das SA apresentado pela CVM ao Ministro Fernando Henrique Cardoso" 29/11/1993

De Long, J.B, Schleifer, A., Summers, L.H. e Waldman, R. "Noise Trader in Financial Markets". **Journal of Political Economy** vol 98, No94, 1990.

Grossman, S. e Hart, O. "Takeover bids, the free-reider problem and the theory of corporation". **The Bell Journal of Economics** 35, v2 1980.

Kreps, D.M. "A Course in Microeconomic Theory". Princeton University Press, 1990.

Miller, M. "Leverage". **The Journal of Finance**, vol XLVI, No 2, June 1991.

Romer, D. "Rational Asset-Price Movements without news". **The American Economic Review**, 83, NO 5, 1993.

Sargent, T. "Macroeconomic Theory". Academic Press, 1979.

Schleifer, A. Vishny, R. "Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms". **The American Economic Association Papers and Preceedings**, Vol. 80 No 2, 1990.

Stein, J.C. "Takeover Threats and Managerial Myopia" **Journal of Political Economy**, vol 96, NO 1, 1988.

Stiglitz, J.E. "Governo, mercado financeiro e desenvolvimento econômico". **Revista Brasileira de Economia**, vol.44 NO 3, 1990

Stiglitz, J.E. e Weiss, A. "Credit rationing in markets with imperfect information". **The American Economic Review** 71, 1981.



04 MAI 2007



N.Cham. P/EPGE SPE M236m

Autor: Malaga Butron, Guillermo Roberto

Título: Miopia e controle do capital no Brasil.



087390

50762

FGV - BMHS

Nº Pat. F3479/98

000087390

