

UMA ANÁLISE DO CAPITAL FICTÍCIO DE EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL NO PERÍODO DE 2003 A 2010

Lucas Lúcio Godeiro

Mestrando em Economia Política pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP).

Bolsista da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (Capes).

E-mail: lucas.godeiro@hotmail.com

Resumo

O presente artigo objetiva verificar a relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial de empresas de capital aberto negociadas na Bovespa entre 2003 e 2010, tendo como base a teoria do capital fictício marxista. Para cumprir tal objetivo foi demonstrado o conceito de capital fictício desenvolvido por Marx e sua relação com as crises financeiras. Foram pesquisados, no site da Bovespa, o valor de mercado e o valor patrimonial das empresas que compõem a amostra. Em seguida, foram calculadas as relações entre esses valores. A pesquisa concluiu que as empresas do setor de consumo obtiveram um nível de capital fictício mais elevado. Também foi constatado que a crise de 2008 provocou destruição de capital fictício em todas as empresas pesquisadas.

Palavras-chave: Capital fictício; Bovespa; Crises financeiras.

1

INTRODUÇÃO

O mercado de ações no Brasil vem se desenvolvendo nos últimos anos, pois o país passa por uma estabilidade econômica e política. O número de empresas que abriram seu capital na Bovespa aumentou substancialmente no mandato do presidente Lula. Os investidores, na escolha de alocação de seus recursos, analisam variáveis como o patrimônio líquido e o valor de mercado das empresas. Nesse contexto, pode-se utilizar um conceito desenvolvido por Marx, que é o de capital fictício.

O capital fictício, que é uma evolução do capital portador de juros, pode ser considerado como um capital que tem sua valorização autônoma do processo de produção. As ações de empresas são capital fictício, pois representam um direito sobre um provável fluxo de caixa futuro que a empresa terá, e não um capital propriamente dito, como máquinas, dinheiro, insumos, mercadoria etc. Outro aspecto importante das ações é que as mesmas são contabilizadas duas vezes: pela empresa e pelo acionista. Essa questão reforça o caráter fictício das ações.

Um fato interessante a ser discutido é a crise econômica mundial de 2008. Na crise, em poucos dias, empresas perderam uma boa parte de seu valor de mercado, pois suas ações despencaram. Na crise, quando há o pânico, muitos agentes tentam vender seus papéis, sendo que não há demanda suficiente para todos eles. É o processo de transformação de capital fictício em capital dinheiro. A grande perda de valor das empresas pode ser ocasionada porque

seus ativos estavam sendo negociados no mercado por um preço muito superior ao seu valor real, ou seja, o valor de capital propriamente dito que as empresas conseguem lastrear seus acionistas em caso de solvência da empresa.

Com isso, o presente artigo objetiva verificar a relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial de empresas de capital aberto negociadas na Bovespa entre 2003 e 2010, tendo como base a teoria do capital fictício marxista. Contudo, de forma específica, será verificado o impacto da crise do *sub prime* sobre o índice de capital fictício das companhias pesquisadas.

Além desta introdução, o artigo é composto de três seções e das considerações finais. A seção 2 faz uma abordagem teórica sobre o capital fictício. A seção 3 traz os procedimentos metodológicos utilizados. Por fim, na seção 4, são apresentados os resultados da pesquisa.

2

O CAPITAL FICTÍCIO E O MERCADO DE AÇÕES

2.1 O conceito de capital fictício

O capital, como conceituado por Marx (2008) como o valor que gera valorização, apresenta-se sob vários tipos. O que será discutido no presente trabalho é o capital fictício. Para Carcanholo e Sabadini (2009, p. 41), o conceito de capital fictício não é de fácil aceitação por parte daqueles que têm dívidas com as concepções positivistas e metafísicas, sejam de perfil keynesiano ou não.

Segundo os escritos originais de Marx, três elementos se somam na produção do capital fictício. O capital fictício pode não representar capital algum; pode representar parcialmente um capital e pode originalmente já ter representado um capital real, porém seu circuito próprio já apagou esta origem. No primeiro caso, o valor dos juros e rendimentos obtidos não se constitui em deduções da mais valia, como os títulos públicos, por exemplo. No segundo caso, os papéis têm lastro em uma valorização real, mas são tratados como mercadoria e têm seus preços cotados no mercado. Pode-se exemplificar, como no segundo caso, as ações que têm seus preços cotados na bolsa de valores. O terceiro caso representa empréstimos por meio da criação de crédito (ROTTA, 2008, p. 165-166).

Segundo Germer (1994, p. 194 apud LEITE 2009, p. 6), “o capital fictício diz respeito à multiplicação de riqueza realmente existente, com base no capital portador de juros, por intermédio dos mecanismos monetários e financeiri-

ros”. O capital pode multiplicar-se por meio de vários mecanismos. Um dos mecanismos financeiros que permitem a multiplicação do capital é o empréstimo que corretoras e bancos fazem para compra de ações. Se o investidor A possui uma quantidade X de ações, ele pode tomar um empréstimo, deixando suas ações como garantia, e comprar a mesma ou até mais ações que ele possui com o dinheiro emprestado.

É importante diferenciar capital portador de juros de capital fictício:

O capital a juros, por si mesmo, produz uma ilusão social e é exatamente a partir dela que surge o capital fictício. No capitalismo, a existência generalizada de capital a juros, cujo significado aparentemente é o fato de que toda soma considerável de dinheiro gera uma remuneração, produz a ilusão contrária, isto é, a de que toda remuneração regular deve ter como origem a existência de um capital. Tal capital em si não tem maior significado para o funcionamento do sistema econômico e pode ser chamado de capital ilusório (valor presente de um rendimento regular).

Contudo, quando o direito a tal remuneração está representado por um título que pode ser comercializado, vendido a terceiros, converte-se em capital fictício. O título comercializável é a representação legal dessa forma de capital (CARCANHOLO; SABADINI, 2009, p. 42-43).

Atualmente há várias representações do capital fictício: títulos públicos e privados, ações, opções, entre outros. O mercado financeiro opera com um alto volume de capital fictício, pois grande parte dos ativos negociados não tem um “capital real” que o justifique. A bolha se forma no mercado de capitais quando os ativos estão sendo vendidos acima de seus valores reais.

Marx (2008, p. 534-535) aborda, no capítulo XXV do livro III, o papel do sistema de crédito e dos bancos do contexto da economia capitalista:

O outro aspecto do sistema de crédito liga-se a ampliação do comércio de dinheiro, a qual, na produção capitalista, segue naturalmente o ritmo de desenvolvimento do comércio de mercadorias. [...] Ligado a esse comércio de dinheiro desenvolve-se o outro aspecto do sistema de crédito, a administração do capital produtor de juros ou do capital dinheiro como função particular dos banqueiros. Tomar dinheiro emprestado e emprestá-lo torna-se negócio especial deles. São os intermediários entre o verdadeiro emprestador e o prestatário de capital dinheiro. [...] Um banco representa, de um lado, a centralização do capital dinheiro, dos emprestadores, e, do outro, a dos prestatários. Em geral, seu lucro consiste em tomar emprestado a juro mais baixo a que empresta.

As ações, foco da presente pesquisa, são negociadas nas bolsas de valores, que fazem parte do mercado de capitais. Rotta (2008, p. 176) aborda a questão dos mercados de capitais:

Adotando uma perspectiva dialética, diríamos que o título “mercado de capitais” é adequado e inadequado. É inadequado porque esse mercado é essencialmente um mercado não de capital, mas de capital fictício. É adequado porque inverte a essência e apresenta como capital algo que não o é – o que é justamente próprio ao movimento do capital fictício. O mercado de capitais apresenta como capital o que não é capital. Dessa forma, o “mercado de capitais” é o mercado por excelência do capital fictício, um movimento do capital que é essencialmente não capital e aparentemente capital, sendo que a denominação “mercado de capitais” não é nem de longe fortuita, já que expressa dialeticamente o que o capital fictício é.

Marx (2008) destaca, no capítulo XVII do livro III, o desenvolvimento das sociedades por ações. Segundo o autor, a sociedade por ações proporcionou: uma imensa expansão da escala de produção das empresas, impossível de ser alcançada por capitais isolados; o capital supõe concentração social dos meios de produção e de forças de trabalho assume diretamente a forma de capital social, e as empresas passam a ser sociais em contraste com as empresas privadas; e a transformação do capitalista ativo em mero dirigente. As maiores empresas na atualidade são sociedades por ações e tem seus papéis negociados nas bolsas de valores. Isso corrobora a tese de Marx que diz que a união de vários capitais permite a formação de grandes conglomerados. Outra vantagem da empresa de capital aberto é a possibilidade de captação de recursos a custos mais baixos que no mercado bancário, por meio da oferta de novas ações.

De acordo com Carcanholo e Sabadini (2009, p. 44),

[...] o capital fictício dissimula ainda mais as conexões com o processo real de valorização do capital, ao consolidar a imagem de um capital que se valoriza autonomamente, particularmente no mercado de compra e venda especulativa.

Os processos especulativos acabam afetando a economia real, como no mercado de *commodities*, por exemplo. Os preços muitas vezes sobem por excesso de demanda pelo ativo fictício e não por demanda pela mercadoria em si.

Para Corazza (2002, p. 10), “o caráter fictício do capital não reside na sua forma, mas na sua relação com um possível valor futuro ainda não existente”. Os agentes que investem em capital fictício esperam que o mesmo se valorize em razão de uma expectativa futura de retorno. Um exemplo prático é um investidor que compra ações de uma empresa baseada nas expectativas futuras de lucro, mesmo que a ação adquirida não tenha lastro no patrimônio atual da empresa.

Surge então a necessidade de relacionar o valor patrimonial das empresas com o seu valor de mercado, como enfatizam Carcanholo e Sabadini (2009, p. 44):

Que razões o levam a classificar as ações, ainda que o seu valor total corresponda ao patrimônio real de uma empresa produtiva, como capital fictício? A primeira delas é que as ações permitem obter um rendimento anual e, ademais, podem ser vendidas no mercado. Porém, ainda assim, devemos negar que elas não tenham substância por detrás; de fato, representam o patrimônio da empresa. Na verdade, as ações constituem capital fictício pelo fato de que representam uma riqueza contada duas vezes: uma, o valor do patrimônio da empresa; outra, o valor delas mesmas. A prova de que isso é verdade é que ambos os valores podem servir de garantias, por exemplo, para créditos bancários. Podem ser contadas duas vezes, ou três, ou mais, graças à existência de empresas *holdings*.

De acordo com Rotta (2008, p. 171), “o capital fictício é mercadoria-capital, capital que se fez mercadoria para relacionar-se consigo mesmo por meio de um outro, mas um outro que também é ele mesmo e que ele mesmo produziu”. O autor enfatiza que o capital passa a ser também uma mercadoria, na medida em que o mesmo é negociado no mercado de capitais e passa a ter um preço. Ainda de acordo com Rotta, o capital fictício não pode ser precificado, mas apenas a mercadoria-capital.

É importante a diferenciação de como se dá o processo de valorização do capital portador de juros e do capital fictício:

O ciclo M-D-M é o ciclo da mercadoria, onde o dinheiro figura como moeda, medida dos valores e meio-de-circulação. Mas no ciclo M-D-M da mercadoria-capital o movimento aparece como simplesmente M-M, ou melhor, *M-M'*, o ciclo do capital fictício. É a mercadoria que parece valorizar-se por si só via variações de preço e é característico do mercado de derivativos financeiros. O que não se confunde com o ciclo do capital financeiro, capital-portador-de-juros, que é D-D' e existe porque um agente paga juros para o dono do dinheiro. No caso do capital fictício, o *M-M'* não decorre de um pagamento de juros, mas decorre sim de uma variação no preço da mercadoria-capital – que é precisamente uma variação no preço de um contrato ou de uma security (ROTTA, 2008, p. 174).

Teixeira (2007, p. 48) também aborda o capital portador de juros e o capital fictício:

Com o surgimento do capital portador de juros o dinheiro se autonomiza na aparência do processo de produção, pois os juros são uma fonte de valorização mas não uma fonte de valor, ou seja, os juros são apenas uma redistribuição do valor gerado na esfera produtiva. Com o capital fictício ocorre algo diferente: sua valorização não está presa ou subordinada à criação de valor na esfera produtiva, ela se desvincula completamente desta. Neste sentido, com o capital fictício a valorização se autonomiza efetivamente, e não apenas na aparência, do processo de produção de valores de uso.

Com isso temos o ponto-chave para o entendimento do capital portador de juros e do capital fictício. Com o capital portador de juros há uma redistribuição do valor criado na produção, enquanto no capital fictício há uma “valorização fictícia” sem nenhuma base no setor produtivo da economia.

■ 2.2 Tipos de capital fictício

Com essa multiplicação e reprodução do capital fictício, apresentada na seção anterior, aumentam-se as possibilidades de formação de bolhas e de obtenção de lucros sem base no setor produtivo. De acordo com Carcanholo e Sabadini (2009), o capital fictício do tipo I é o constituído por ações com valor igual ao valor patrimonial real das empresas produtivas. Esse tipo de

capital é mais comum em empresas que não possuem suas ações negociadas na bolsa de valores.

Mas as ações ainda se apresentam como outro tipo de capital fictício:

Contudo, há uma segunda razão para que as ações devam ser consideradas como capital fictício: é o fato de que o valor delas se move muitas vezes de maneira independente do valor do patrimônio das empresas. Assim, uma valorização especulativa das ações constitui um aumento do volume total do capital fictício existente na economia. Porém, esse incremento possui uma característica distinta do valor original: não constitui duplicação aparente de um valor real. Na verdade, por detrás dele não há nenhuma substância real. Por isso, vamos chamar esse aumento de *capital fictício de tipo 2*. Assim, o capital fictício também aparece como resultado da especulação, quando eleva o valor de mercado de qualquer tipo de ativo (seja real ou fiduciário). Obviamente que se temos uma redução especulativa do valor de ativos, nos encontramos com uma destruição de capital fictício (CARCANHOLO; SABADINI, 2009, p. 44-45).

Houve uma forte redução de capital fictício com a crise de 2008. Nessa época, trilhões em ativos sumiram rapidamente e muitas empresas perderam quase todo o seu valor de mercado. Muitas empresas passaram a ter um valor de mercado menor que o seu valor patrimonial.

Ainda de acordo com os autores anteriormente citados, o capital fictício tem como origem três fontes: a transformação em títulos negociáveis de capital ilusório, a duplicação aparente do valor do capital a juros e a valorização especulativa de diferentes ativos.

É importante abordar o processo de duplicação do capital que ocorre no caso de alguns ativos como as ações, por exemplo. Uma ação pode ser contabilizada duas vezes: pela empresa que emitiu, em seu capital social, e pela empresa ou pessoa física que adquiriu sua ação, que a considera como um ativo.

Segundo Teixeira (2007), outra forma de autonomização do capital pode ocorrer por meio das letras de câmbio, que são outros tipos de títulos que Marx distingue das ações e títulos de dívida pública. Mesmo estando ligadas à atividade produtiva, as letras se autonomizam, em razão de sua multiplicação por meio do crédito e do endividamento.

■ 2.3 A relação entre crises financeiras e o capital fictício

O capital fictício é o tipo de capital que está relacionado à formação de várias crises financeiras e bolhas. Quando os agentes acreditam que o preço de certo ativo sempre subirá, demandam fortemente este ativo e o mesmo tende a atingir uma valorização artificial maior que o seu valor real. No caso de uma empresa que tem um patrimônio líquido de R\$ 100 milhões e suas ações estão sendo negociadas na bolsa por R\$ 10 bilhões, há um forte indício de formação de bolha, pois a mesma não teria capacidade de gerar um lucro anual que justificasse todo esse nível de capital fictício.

Teixeira (2007, p. 46) argumenta que “o capital fictício abre então a possibilidade de a valorização prosseguir mesmo ficticiamente, sem respaldo na produção e realização de mais-valia ou no ‘lado real’ da economia, criando o que hoje se chama de ‘bolha especulativa’”.

Ainda de acordo com esse autor, quando os investidores desconfiam da valorização fictícia e o pânico toma conta do mercado, os preços dos ativos tendem a cair. A crise de 2008 foi em exemplo prático de como o pânico toma conta dos mercados. No auge da crise, com a quebra do Lehman Brothers, as ações despencaram e a bolsa de São Paulo chegou a ficar parada por alguns minutos, pelo acionamento do *circuit breaker*¹. Essa parada serve para acalmar um pouco o ânimo dos investidores e os negócios voltarem a sua normalidade.

Teixeira (2007, p. 47) detalha melhor a influência do capital fictício na formação de crises financeiras:

A circulação do capital fictício, portanto, potencializa a ocorrência de crises financeiras, quando aquele volume de riqueza que se valorizou nominalmente não encontra bases reais para se concretizar. Surge então o pânico e todos querem transformar a riqueza fictícia em “riqueza real” (dinheiro), mas se deparam com a impossibilidade desta conversão e quando todos vendem seus ativos ao mesmo tempo, há uma abrupta desvalorização e a explosão da bolha.

Marx refere-se a vários episódios de autonomização da valorização puramente financeira com a formação de bolhas especulativas de capital fictício, que dão origem a crises financeiras. Tais crises derivam de um “descolamento”

1 Mecanismo acionado pelo sistema megabolsa quando a queda do Ibovespa passa de 10%.

da esfera financeira com relação ao processo de valorização e à criação de mais-valia, que ocorre na esfera produtiva (TEIXEIRA, 2007, p. 58).

As crises provocadas pelo lado financeiro da economia afetam o lado real, diminuindo a renda da população e gerando desemprego. O exemplo mais claro é a crise de 2008, que começou por causa da especulação no mercado imobiliário e gerou graves consequências na esfera produtiva da economia. Vários países entraram em recessão, demitiram trabalhadores e tiveram de salvar seu sistema financeiro. O Estado teve papel importante no desenrolar da crise, porém muitos países ainda estão bastante endividados, o que, para diversos autores, é o embrião de uma futura crise financeira.

É da natureza do capitalismo a formação de crises pontuais:

Os episódios de autonomização, ou seja, de valorização fictícia e formação de bolhas apontadas por Marx são sempre pontuais e temporários. Ele não dá qualquer indicação sobre a possibilidade de uma “dominância financeira” duradoura ou permanente do processo de valorização, sendo mesmo o contrário, pois ele ressalta o caráter fetichista e ilusório da valorização financeira e, como vimos na citação anterior, chega a tratar a explosão de tais bolhas como sendo inofensiva à esfera produtiva (TEIXEIRA, 2007, p. 58-59).

O capital fictício, em uma etapa posterior, passa à dominância financeira de todo o processo de valorização. Nessa fase, o capital financeiro passa a dominar várias empresas do setor produtivo e os bancos de investimento assumem um papel importante nesse processo. Teixeira (2007, p. 59) aborda esse processo:

O próprio Marx diz que a autonomia da esfera financeira é ilusória, pois o capital portador de juros se alimenta, tal como o capital comercial, da criação de valor que só é realizada na reprodução real do capital, na esfera produtiva. A esfera financeira só pode ser, portanto, consumidora de excedente, e não produtora, ainda que ela possa ser considerada, tal como o capital comercial, como “indiretamente produtiva”, já que o crédito impulsiona a acumulação. É necessário, portanto, que haja um processo produtivo do qual a esfera financeira se alimente.

Após mostrar a relação do capital fictício com as crises financeiras, a continuação do trabalho traz a parte metodológica e os procedimentos que serão efetuados.

3

PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Índice de capital fictício

O presente artigo, para chegar ao objetivo geral e aos específicos, pesquisará o comportamento de uma amostra composta por dez empresas negociadas na bolsa de valores de São Paulo (Bovespa). Como o foco do trabalho é o capital fictício, será verificada a relação entre o valor de mercado e o valor do patrimônio líquido de cada uma delas, que será chamada de “índice de capital fictício”. Portanto, a fórmula utilizada para se chegar a esse índice é a seguinte:

$$\text{Índice de capital fictício} = \frac{\text{valor de mercado da empresa}}{\text{valor do patrimônio líquido da empresa}} \quad (1)$$

O índice mostra por quantas vezes o valor do patrimônio líquido da empresa está sendo negociado no mercado secundário da bolsa de valores, e também pode auxiliar na avaliação do preço das ações. Um número elevado do índice pode significar que:

1. a ação da empresa está cara;
2. a empresa está com um lucro baixo, e, conseqüentemente o patrimônio líquido não varia na mesma proporção do preço das ações;
3. a empresa paga um valor alto de dividendos.

Todos esses aspectos serão discutidos também nos resultados, abordando-se como cada empresa se encaixa nessas situações.

O valor de mercado da empresa pode ser calculado a partir do preço da ação e do número de ações em circulação. Para as empresas que possuem apenas ações ordinárias, a fórmula é:

$$\text{valor de mercado} = (\text{n}^\circ \text{ de ações ordinárias} * \text{preço das ações ordinárias}) \quad (2)$$

Para as empresas com ações ordinárias e preferenciais:

$$\text{valor de mercado} = (\text{n}^\circ \text{ ações ordinárias} * \text{preço ações ordinárias}) + (\text{n}^\circ \text{ ações preferenciais} * \text{preço ações preferenciais}) \quad (3)$$

O patrimônio líquido é a diferença entre o ativo e o passivo da empresa. É a medida que mais se aproxima do capital real utilizado pelas empresas em suas atividades.

■ 3.2 Variáveis utilizadas

Para calcular o valor de mercado das empresas foi pesquisado no *site* da Bovespa o balanço patrimonial das mesmas entre 2003 e 2010. O valor de mercado foi calculado sempre tomando como base o preço da ação e o número de ações em circulação no último dia de dezembro de cada ano. O valor do patrimônio líquido utilizado também é o número apresentado no balanço encerrado em 31/12 de cada exercício entre 2003 e 2010.

As empresas que farão parte da amostra foram divididas de acordo com os ramos de atividade e são as seguintes:

1. petróleo, mineração e siderurgia: Petrobras, Vale, CSN (Cia. Siderúrgica Nacional) e Gerdau;
2. bancário: Itaú, Banco do Brasil e Bradesco;
3. consumo: Lojas Americanas, Ambev e Souza Cruz.

As empresas foram selecionadas por participarem da composição do Ibovespa, índice que engloba 80% do volume total de negociação da Bovespa. No próximo capítulo serão discutidos os resultados da pesquisa.

4

RESULTADOS E DISCUSSÕES

Os valores de mercado e patrimoniais das empresas, bem como o índice de capital fictício pesquisados são apresentados na Tabela 1:

Tabela 1

Valor de mercado, valor patrimonial e índice de capital fictício de empresas negociadas na Bovespa entre 2003-2010 em milhões de reais

Empresa	Variáveis	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Banco do Brasil	Patrimônio Líquido	R\$ 12.172,00	R\$ 14.105,70	R\$ 16.849,76	R\$ 20.758,16	R\$ 24.262,10	R\$ 29.937,25	R\$ 36.119,27	R\$ 50.440,68
	Valor de mercado	R\$ 17.838,61	R\$ 26.345,07	R\$ 34.208,05	R\$ 52.820,25	R\$ 75.268,86	R\$ 37.700,98	R\$ 76.324,86	R\$ 98.870,23
	Índice capital fictício	1,47	1,87	2,03	2,54	3,10	1,26	2,11	1,96
Bradesco	Patrimônio Líquido	R\$ 13.546,88	R\$ 15.214,65	R\$ 19.409,27	R\$ 24.636,36	R\$ 30.357,34	R\$ 34.256,54	R\$ 41.753,75	R\$ 48.042,85
	Valor de mercado	R\$ 22.699,49	R\$ 28.749,55	R\$ 64.733,50	R\$ 84.801,13	R\$ 109.462,60	R\$ 65.354,16	R\$ 113.511,44	R\$ 116.135,68
	Índice capital fictício	1,68	1,89	3,34	3,44	3,61	1,91	2,72	2,42
Souza Cruz	Patrimônio Líquido	R\$ 1.537,00	R\$ 1.616,10	R\$ 1.651,40	R\$ 1.680,40	R\$ 1.575,70	R\$ 2.128,10	R\$ 1.895,40	R\$ 2.095,50
	Valor de mercado	R\$ 9.253,24	R\$ 10.888,68	R\$ 8.650,13	R\$ 11.631,51	R\$ 14.734,26	R\$ 13.480,93	R\$ 17.656,66	R\$ 27.631,33
	Índice capital fictício	6,02	6,74	5,37	6,92	9,35	6,33	9,32	13,19
Gerdau	Patrimônio Líquido	R\$ 4.128,40	R\$ 6.073,86	R\$ 8.042,19	R\$ 9.964,64	R\$ 11.420,01	R\$ 17.656,61	R\$ 16.602,99	R\$ 19.470,44
	Valor de mercado	R\$ 8.565,79	13.476,01	R\$ 15.993,21	R\$ 22.434,83	R\$ 66.033,53	R\$ 20.061,86	R\$ 37.941,92	R\$ 31.141,16
	Índice capital fictício	2,07	2,22	1,99	2,25	5,78	1,14	2,29	1,60
Petrobras	Patrimônio Líquido	R\$ 51.519,57	R\$ 64.253,64	R\$ 78.785,24	R\$ 97.530,65	R\$ 113.854,13	R\$ 138.365,28	R\$ 166.895,00	R\$ 310.225,00
	Valor de mercado	R\$ 88.658,76	R\$ 112.458,14	R\$ 173.616,77	R\$ 230.371,51	R\$ 429.922,97	R\$ 223.990,98	R\$ 347.084,68	R\$ 407.273,00
	Índice capital fictício	1,72	1,75	2,20	2,36	3,78	1,62	2,08	1,31
Vale	Patrimônio Líquido	R\$ 14.939,57	R\$ 18.169,33	R\$ 24.052,13	R\$ 39.098,76	R\$ 57.029,47	R\$ 96.274,64	R\$ 95.736,97	R\$ 116.326,86
	Valor de mercado	R\$ 61.970,72	R\$ 82.221,31	R\$ 105.085,49	R\$ 144.843,53	R\$ 270.437,77	R\$ 136.641,59	R\$ 243.203,60	R\$ 264.808,51
	Índice capital fictício	4,15	4,53	4,37	3,70	4,74	1,42	2,54	2,28
Ambev	Patrimônio Líquido	R\$ 4.308,22	R\$ 16.995,98	R\$ 19.867,34	R\$ 19.268,06	R\$ 17.419,95	R\$ 17.278,14	R\$ 22.017,45	R\$ 24.564,84
	Valor de mercado	R\$ 26.391,78	R\$ 55.180,72	R\$ 53.645,18	R\$ 63.334,18	R\$ 77.936,43	R\$ 5.650,66	R\$ 98.213,28	R\$ 130.193,86
	Índice capital fictício	6,13	3,25	2,70	3,29	4,47	3,27	4,46	5,30
CSN	Patrimônio Líquido	R\$ 7.419,38	R\$ 6.655,27	R\$ 6.472,44	R\$ 6.124,14	R\$ 7.542,26	R\$ 6.662,59	R\$ 55.104,33	R\$ 7.822,69
	Valor de mercado	R\$ 11.239,98	R\$ 14.063,40	R\$ 12.986,55	R\$ 16.603,14	R\$ 40.422,82	R\$ 22.001,43	R\$ 40.823,16	R\$ 38.409,75
	Índice capital fictício	1,51	2,11	2,01	2,71	5,36	3,30	7,41	4,91
Lojas Americanas	Patrimônio Líquido	R\$ 210,92	R\$ 188,75	R\$ 295,67	R\$ 330,92	R\$ 289,54	R\$ 321,48	R\$ 380,12	R\$ 550,68
	Valor de mercado	R\$ 1.918,54	R\$ 29.233,55	R\$ 5.108,11	R\$ 8.411,20	R\$ 11.815,13	R\$ 4.306,07	R\$ 10.527,18	R\$ 94.875,80
	Índice capital fictício	9,10	15,49	R\$ 17,28	25,42	40,81	13,39	27,69	17,23
Itaú	Patrimônio Líquido	R\$ 11.879,21	R\$ 13.971,08	R\$ 15.559,66	R\$ 23.564,47	R\$ 28.969,09	R\$ 43.664,04	R\$ 50.683,42	R\$ 67.942,00
	Valor de mercado	R\$ 30.604,39	R\$ 42.224,55	R\$ 56.567,07	R\$ 84.796,45	R\$ 105.958,99	R\$ 97.348,77	R\$ 155.269,14	R\$ 157.550,73
	Índice capital fictício	2,58	3,02	3,64	3,60	3,66	2,23	3,06	2,32

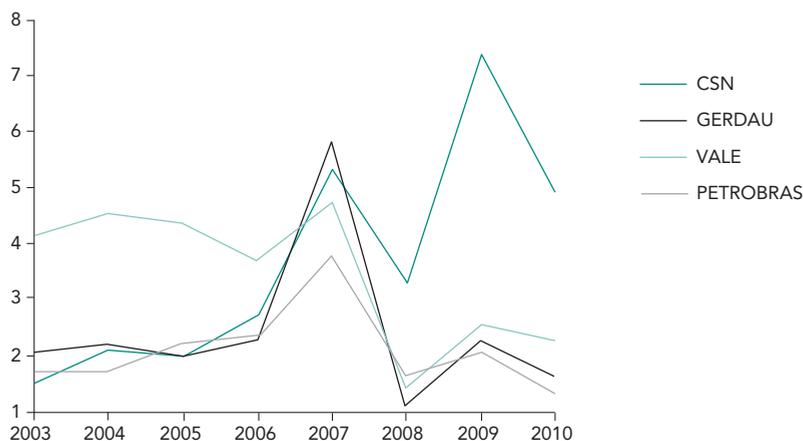
Fonte: Elaborada pelo autor.

Percebe-se uma forte queda no índice com a crise de 2008, o que caracteriza uma formação de bolha nos ativos. Outro aspecto que ajuda a identificar a bolha é o alto valor do índice em 2007, pois a maioria das empresas estava com esse valor acima da média. No entanto, em 2009 e 2010 se observa a recuperação do valor do índice, porém, poucas empresas alcançaram os patamares pré-crise. Cabe destacar que várias empresas já têm o mesmo valor de mercado ou até mais que em 2007, porém o incremento de lucros no período provoca a queda do índice em algumas situações. Outro aspecto é que o patrimônio líquido da maior parte das empresas pesquisadas não diminuiu com a crise de 2008, o que comprova que, mesma com a crise, as empresas continuaram dando lucro via setor produtivo.

É importante também verificar o comportamento de cada setor entre 2003 e 2010, como mostram os gráficos 1, 2 e 3:

Gráfico 1

Capital fictício empresas do setor de petróleo, mineração e siderurgia 2003-2010



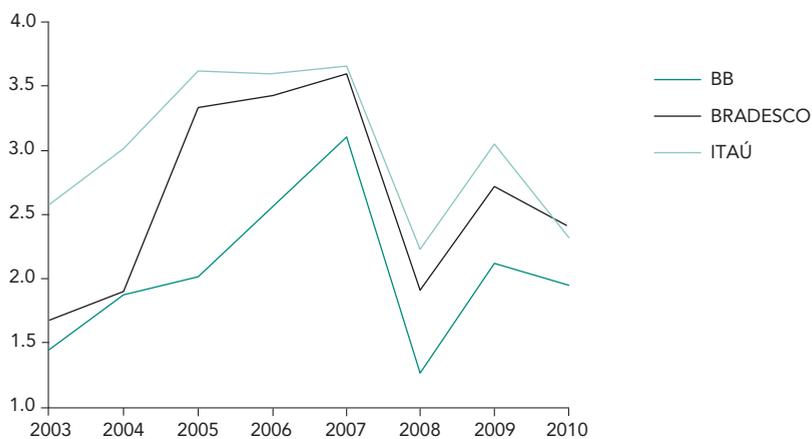
Fonte: Elaborado pelo autor.

O gráfico do setor apresenta a CSN um pouco acima da média e com maior volatilidade em relação às demais. A Vale, que vinha sendo negociada por

mais ou menos quatro vezes o valor do patrimônio líquido, teve uma queda brusca do índice em 2008 e uma leve recuperação em 2009. Um dos fatores que explicam o não alcance de patamares anteriores do índice é que a Vale vem obtendo um crescimento do lucro superior à valorização dos seus papéis. A Petrobras é a companhia que apresenta o índice mais constante, sendo negociada por mais ou menos duas vezes o valor de seu patrimônio. Será apresentado no Gráfico 2 outro setor pesquisado, que é o setor bancário:

Gráfico 2

Capital fictício empresas do setor bancário 2003-2010



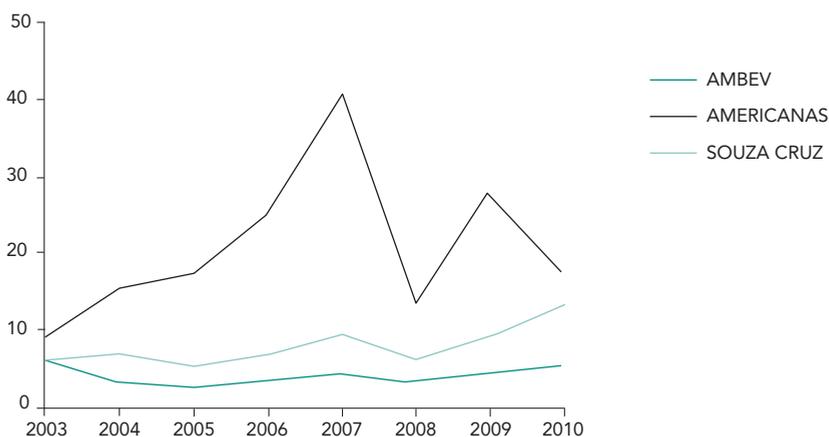
Fonte: Elaborado pelo autor.

As empresas do setor bancário apresentam um comportamento parecido, com os índices situados entre 1 e 3,8. O Banco do Brasil vem apresentando um menor índice que os demais. Os bancos também sofreram forte impacto da crise em 2008, tendo perdido metade do valor de mercado em alguns casos. Os bancos dos países desenvolvidos sentiram mais os impactos da crise que os brasileiros, que estavam com pouca exposição aos títulos lastreados em hipotecas do mercado imobiliário americano e também foram beneficiados pela política monetária efetuada à época pelo Banco Central do Brasil. Outro fator importante é o Brasil possuir bancos estatais fortes, como o Banco do Brasil e a Caixa Econômica. Os bancos controlados pelo Estado estão menos ex-

postos a aventuras do mercado financeiro de conseguir lucro a qualquer custo e correndo todo tipo de risco. O setor de consumo também foi pesquisado, como mostra o Gráfico 3:

Gráfico 3

Capital fictício empresas do setor consumo 2003-2010



Fonte: Elaborado pelo autor.

O setor apresenta o mais alto índice de capital fictício, conforme se observa na Tabela 2. As Lojas Americanas chegaram a ser negociadas por 40 vezes o valor do seu patrimônio líquido. A crise do *sub prime* mostra o quão fictício mesmo era esse valor de mercado da empresa, pois o índice caiu para 13,39 em 2008, o que ainda é considerado elevado. A Ambev mostra um comportamento estável ao longo do tempo, por ser uma empresa de perfil defensivo, bastante lucrativa e que distribui bons dividendos aos seus acionistas. A Souza Cruz é um caso peculiar. A empresa, que produz cigarros, distribui parte substancial do lucro a seus acionistas, o que explica o aumento do patrimônio líquido inferior à variação no preço de seus ativos ao longo do tempo. Em 2009 e 2010 a empresa teve uma forte valorização de suas ações, os índices desses anos se desviaram do índice médio. Serão demonstrados na sequência os valores médios do índice de capital fictício entre 2003 e 2010. Com isso é possível saber qual empresa possui um nível alto de capital sem lastro, ou seja, que em

caso de bolha, pânico ou falência o acionista corre maior risco de ficar sem o seu recurso.

Tabela 2

Índice de capital fictício médio das empresas de capital aberto negociadas na Bovespa 2003-2010

Empresa	Capital fictício
Lojas Americanas	20,80
Souza Cruz	7,90
Ambev	4,11
CSN	3,67
Vale	3,47
Itaú	3,01
Bradesco	2,62
Gerdaul	2,42
Petrobras	2,10
Banco do Brasil	2,04

Fonte: Elaborada pelo autor.

Observa-se que as Lojas Americanas tiveram o maior índice médio no intervalo de tempo pesquisado. Isso revela que os investidores dessa empresa têm uma expectativa de que a mesma no futuro aumentará o seu lucro a ponto de baixar o índice. Outro fato interessante é o porquê de as empresas estatais pesquisadas apresentarem o menor índice. Esse seria um tema até interessante para futuras pesquisas. A Vale e a CSN, que têm um índice um pouco superior à Petrobras, têm sido beneficiadas ultimamente com a alta do preço do minério de ferro, o que provocou a valorização de seus papéis ao longo dos últimos anos. Portanto, esses foram os resultados encontrados pela pesquisa com o intuito de auxiliar investidores na sua tomada de decisão, como também verificar os impactos da crise econômica mundial iniciada em 2008 nas empresas de capital aberto negociadas na Bovespa.

5

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa propôs investigar a relação de longo prazo entre o valor de mercado e o valor do patrimônio líquido de empresas de capital aberto negociadas na Bovespa no governo Lula. Além do mais, foram pesquisados os efeitos da crise de 2008 no capital fictício das empresas.

Os resultados indicam que as empresas de consumo obtiveram múltiplos mais elevados. Isso pode ser explicado por uma maior expectativa de retornos dos investidores com relação a essas empresas. As empresas de consumo têm maior expectativa de lucro, pois o Brasil passa por transformações sociais que têm elevado o potencial de consumo da classe média. Essas empresas também representam um risco maior para seus investidores, em razão de seu patrimônio ser bem menor que o seu valor de mercado.

A crise de 2008 provocou destruição de capital fictício de todas as empresas pesquisadas. Houve empresas que diminuíram três vezes o seu índice de capital fictício e outras que, ao fim de 2008, estavam sendo negociadas quase pelo valor patrimonial. Cabe destacar ainda que poucas empresas pesquisadas apresentaram em 2010 os níveis do índice de capital fictício verificados em 2007. O ano de 2010 explica parte dessa não recuperação. Nesse ano, a Bovespa teve grande volatilidade com a crise de dívida dos países europeus, o que aumentou a aversão ao risco. O mercado diminuiu sua exposição à renda variável nos países emergentes, com receio do que pode ser a origem da nova crise econômica mundial do capitalismo.

Para próximas pesquisas sugere-se trabalhar com um número maior de empresas e com dados trimestrais, para assim ter uma análise mais detalhada do comportamento de longo prazo do mercado de ações no Brasil e a sua relação com o conceito de capital fictício desenvolvido por Marx.

AN ANALISYS OF THE FICTITIOUS CAPITAL OF THE BRAZILIAN FIRMS OF THE OPEN CAPITAL BETWEEN 1999 AND 2010

Abstract

This article aims to verify the relationship between the market value and the patrimonial value of open capital companies traded in Bovespa between 2003 and 2010, based the fictitious capital theory developed by Marx. To accomplish this goal was demonstrated the fictitious capital concept developed by Marx and their relationship with the financial crisis. It was researched in the Bovespa site's the market value and the patrimonial value of companies that compose the sample. Next was calculated the relationship between these values. The research concluded that the companies of consumption sector obtained a fictitious capital level more high. Also was found that the 2008 crisis caused fictitious capital destruction in all companies researched.

Keywords: Fictitious capital; Bovespa; Financial crisis.

Referências

BOVESPA. Dados econômicos e financeiros. 2011. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 8 jan. 2011.

CARCANHOLO, R. A.; SABADINI, M. S. Capital fictício e lucros fictícios. *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, Rio de Janeiro, n. 24, p. 41-65, jun. 2009.

CORAZZA, G. Dinheiro, crédito e finanças: uma introdução à teoria monetária e financeira de Marx. *Estudos Econômicos. Instituto de Pesquisas Econômicas*, São Paulo, v. 32, n. 4, p. 665-688, 2002.

GERMER, C. M. O sistema de crédito e o capital fictício em Marx. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v. 15, n. 1, p. 179-201, 1994.

LEITE, L. M. *O capital fictício e os títulos derivados de hipotecas*. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 14., 2009. *Anais...* Niterói: Sociedade Econômica Política, 2009. Disponível em: <http://www.sep.org.br/artigo/4_congresso/1674_c40a6dc8dd2f6e05b4307fe73fa6734e.pdf>. Acesso em: 15 fev. 2011.

- *Uma análise do capital fictício de empresas de capital aberto no Brasil no período de 2003 a 2010*, Lucas Lúcio Godeiro

MARX, K. *O capital: crítica da economia política*, livro terceiro: o processo global de produção capitalista. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2008. v. V.

ROTTA, T. N. *Dinheiro inconvertível, derivativos financeiros e capital fictício: a moderna lógica das formas*. 2008. Tese (Doutorado em Economia das Instituições e do Desenvolvimento)–Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

TEIXEIRA, R. A. *Dependência, desenvolvimento e dominância financeira: a economia financeira e o capitalismo mundial*. 2007. Tese (Doutorado em Economia)–Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.