

# ANÁLISE DAS AÇÕES DAS EMPRESAS INCLUÍDAS NO ÍNDICE BOVESPA NO PERÍODO DE 2010 A 2017

GLACIELLY FERMIANO DE LEMOS

JOSÉ CARLOS BORNIA

## RESUMO

Este trabalho tem como objetivo analisar a ocorrência do efeito índice no principal índice brasileiro, sendo quatro eventos observados, com a inclusão das ações será realizado a análise observando o retorno anormal e retorno anormal acumulado onde o Ibovespa foi utilizado como carteira de mercado.. Os resultados mostram valores significativos a partir da segunda prévia, no entanto está com sinal inverso ao esperado, a terceira prévia temos resultados relevantes no retorno anormal e retorno anormal acumulado consistente com o efeito índice, já a data de efetivação não mostra um retorno anormal negativo significativo, como no acumulado. Foi analisado o preço da ação a fim de ser identificada valorização após a inclusão, o estudo nos mostra que na janela de evento houve uma desvalorização do valor do papel resultado contrário do objetivo inicial. Os resultados são coerentes com a hipótese de pressão de preços e arbitragem por parte dos investidores.

**Palavras chave:** Efeito Índice. Índice Bovespa. Ações.

## ABSTRACT

*The objective of this study is to analyze the occurrence of the index effect in the main Brazilian index, with four observed events (three previous ones and the date of inclusion in the portfolio), with the inclusion of the actions being performed the analysis observing the abnormal return and accumulated abnormal return where the Ibovespa was used as a market portfolio. For the purpose of verifying the valuation of these securities after inclusion. The results show significant values from the second preview, however it has the opposite sign expected, the third preview has relevant results in the abnormal return and accumulated abnormal return consistent with the index effect, since the effective date does not show a negative abnormal return significant, as accumulated. The stock price was analyzed in order to identify valuation after inclusion, the study shows that in the event window there was a devaluation of the value of the paper result contrary to the initial objective. The results are consistent with the hypothesis of price pressure and arbitrage by investors.*

**Keywords:** Index Effect., Bovespa Index. Stocks.

## INTRODUÇÃO

O Índice Bovespa é uma carteira teórica das ações mais negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, hoje chamada de B3, este Índice é composto pelas ações com maior liquidez do mercado brasileiro, esta composição é analisada a cada quatro meses onde se verifica as empresas que tiveram maior liquidez nos últimos doze meses, sendo objetivo deste estudo as empresas que passam a compor a carteira do Índice Bovespa nos anos de dois mil e dez a dois mil e dezessete.

A Bolsa de Valores possui uma grande volatilidade naturalmente, um fenômeno a ser estudado por este trabalho são as modificações das empresas listadas no Índice Bovespa, onde as novas empresas que passam a pertencer a este portfólio podem ter valorização em suas ações e estas alterações sugerem ser significativas tanto no volume negociado quanto no valor.

Como principal objetivo do trabalho deve-se analisar se as ações das empresas após a divulgação de sua entrada no Índice Bovespa sofreram valorizações significantes. Especificamente vamos verificar o preço das ações antes e após a divulgação da entrada na carteira, assim havendo aumento do valor das ações será analisado se estas valorizações permaneceram.

Ao realizar um investimento em ações considera-se olhar para o Índice Bovespa, pois este é um importante indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de maior rentabilidade do mercado

de ações brasileiro, sendo assim olhar para as ações que entram no Índice é relevante para ter decisões de investimento, uma vez que as ações podem se valorizar em um pequeno período de tempo.

Assim temos como primeira hipótese que com a entrada de uma empresa no Índice Bovespa ocorre um aumento da procura destas ações ocorrendo assim uma valorização das mesmas. A segunda é a ocorrência do efeito Índice Bovespa no período analisado

O investidor conforme o autor Assaf Neto (2000) é racional, estes analisam alternativas considerando o risco retorno do investimento, sendo considerado como maior risco maior retorno, sendo o contrário verdadeiro. Sendo assim decisões podem ocorrer incertezas do retorno esperado uma vez que o resultado é visto apenas no longo prazo.

No objeto de estudo quando Índice Bovespa sofre alteração na carteira que é hipotética, atrai a atenção dos investidores que vão obter estas ações para replicar o índice e assim obter maior lucro em suas operações. Mudanças nas carteiras teóricas causam alterações nas cotações de maneira considerável, este processo é conhecido como Efeito Índice.

São diversas as metodologias utilizadas para averiguar a presença do Efeito Índice, nelas se observam o retorno anormal que ocorrem nas mudanças das ações das carteiras teóricas. Uma vez que diversos fundos replicam a teoria estes papéis passam a ser mais analisados além de serem mais requisitados pelos investidores.

## 1 SISTEMA FINANCEIRO

De acordo com a definição da CVM (2014, p.30) “Sistema Financeiro: conjunto de instituições e instrumentos que viabilizam o fluxo financeiro entre os poupadore e os tomadores na economia”. Este sistema se desenvolveu ao longo do tempo para organizar, controlar e desenvolver o mercado sendo este crucial para o crescimento e desenvolvimento de um país.

Mellagi Filho e Ishikawa (2007) afirmam que “qualquer sistema financeiro está em constante mudança, junto com a evolução da própria economia e seus ciclos”. Este sistema esta sendo desenvolvido no decorrer da história, pois cada demanda possui suas características que são únicas.

Pinheiro (2009) assegura que a regulamentação no sistema financeiro é uma das mais eficazes no planeta, uma vez que as informações aos agentes devem ser simétricas, além de garantir o melhor desempenho do sistema e do equilíbrio da oferta de moeda.

“Um sistema financeiro só é maduro e completo quando as organizações que o integram podem atender cabalmente a todas as modalidades de solicitação de crédito; quando seu mercado de investimentos está capacitado para produzir e oferecer, por meio de métodos e instrumentos adequados, o crédito a longo prazo especializado exigido pelos setores de produção de cada ramo da economia”. (BARROS, 1971, p.40).

No Brasil os problemas sociais e econômicos fazem com que o sistema financeiro do país tenha várias especificidades, sendo assim, se considera a atividade financeira pequena em relação ao crescimento econômico e a sua estrutura produtiva que necessita.

### 1.3.1 Índice Bovespa

As bolsas de valores de todo o mundo possuem vários índices, com eles é possível analisar o desempenho de um determinado grupo de ações ou ativos para se verificar o comportamento do mercado em resposta a mudanças macroeconômicas ou mesmo a eventos corporativos como as fusões e aquisições. Ao se analisar o histórico de comportamento de um índice dentro de um intervalo de tempo determinado o objetivo é tentar entender como o mercado está se comportando e, antecipadamente, se posicionar em relação a ele (Fortuna, 2005).

Conforme Tiago Costa (2013) a análise do índice também é importante para se verificar o comportamento de determinada empresa em relação às demais do mesmo grupo. Estas podem variar mais intensamente do que as demais, ou seja, podem cair mais do que o mercado está disposto a cair, e ainda pode subir mais do que o mercado está subindo.

O Índice Bovespa é o indicador de desempenho mais importante do mercado de ações do Brasil. Para Assaf Neto temos que:

O índice de Bolsa de Valores é um valor que mede o desempenho médio dos preços de uma suposta carteira de ações, refletindo o comportamento em determinado intervalo de tempo. O valor absoluto do índice da carteira expressa o valor de mercado da carteira de ações negociadas na bolsa de valores, sendo as variações verificadas de um período para outros entendido como sua lucratividade. Para o analista, a informação relevante do índice é sua lucratividade, e não seu valor monetário absoluto. (Assaf Neto 2008, p.210)

A carteira deve ser o mais próximo possível do comportamento do mercado acompanhando as oscilações na negociação. Assim a composição da carteira deve ter grande representação no volume realizado na bolsa de valores, atingindo um numero significativo no mercado a vista.

O objetivo básico do Índice Bovespa é identificar o desempenho médio dos negócios à vista ocorridos na bolsa de valores. “É considerado um indicador de retorno total das ações que o compõem, apurando não somente as variações dos preços, mas também a distribuição dos proventos”. (ASSAF NETO, 2011, p. 210).

Sendo assim, a carteira hipotética de ações do Índice Bovespa é atualizada periodicamente, incluindo as ações mais representativas e excluindo aquelas que foram menos representativas no período. Atualmente é realizada uma reavaliação a cada quatro meses no qual se verifica os principais papéis dos últimos doze meses.

Conforme a metodologia do Índice Bovespa (2015), não são inclusas na carteira hipotética do Índice Bovespa: BDRs (*Brazilian Depositary Receipts* – Recibos de ações de empresas estrangeiras negociadas na bolsa de valores brasileira), empresas com recuperação judicial ou extrajudicial, regime especial de administração temporária de qualquer espécie.

Dada à mesma técnica são selecionadas empresas que nas ultimas três carteiras estavam elegíveis, onde neste período tenham presença de noventa e cinco por cento nos pregões, ter uma participação superior a 0,01% do total negociado, não sejam *Penny Stock* (ações cotadas na casa dos centavos) e caso seja ação de oferta pública deve ter os requisitos anteriores mesmo não sendo listado nos três períodos anteriores.

O Índice Bovespa é uma média ponderada dos ativos com maior liquidez. Este mesmo índice também reflete os efeitos econômicos e empresariais, sendo de extrema importância para a análise de uma empresa como para um setor.

Conforme a Comissão de Valores Mobiliários (2014, p.256) “Os índices cumprem três funções principais: São indicadores de variação de preços do mercado; Servem de parâmetros para avaliação de desempenho de *portfolios* e são instrumentos de negociação no mercado futuro”.

## EFEITO ÍNDICE

Para Elliott et al. (2006), o efeito índice é percebido pelas alterações nas ações das empresas S/A que são incluídas ou excluídas dos índices de mercado, ou seja, mudanças nas ações que compõe o índice geram alterações no comportamento dos investidores. De acordo com os objetivos do índice a entrada destas ações pode gerar maior interesse por parte dos agentes.

Vários autores fizeram estudos para explicar o comportamento do mercado após o anúncio de entrada e saída nos índices. Os autores Barberis e Thaler (2003) afirmam que o efeito índice é um defeito do mercado onde se discute a perspectiva de mudanças de comportamento a partir do momento que uma nova ação começa a fazer parte do índice.

Campbell (2004) diz que conforme as empresas são incluídas ou excluídas do índice S&P500 (índice composto por 500 ativos/ações cotadas na bolsa de NYSE ou NASDAQ), os administradores dos fundos reagem a estas modificações operando milhares de dólares em ações. Este processo é realizado por várias organizações onde podem ocorrer pressões anormais nos preços sendo positivas na entrada e negativa na exclusão do índice.

De acordo com Peterson (2004) empresas que entram no índice têm efeito positivo no preço da ação, enquanto que as excluídas o efeito é negativo. Estes resultados das alterações realizadas nos índices

são discutidos em vários estudos sendo que em termos de aumento do valor das ações e obtenção de retornos anormais os estudos se mostram inexplicáveis na hipótese de mercados eficientes.

Para McVerry e Vos (2009) todas as informações disponíveis são incluídas no preço para que se tenha um mercado eficiente. De acordo com esta teoria o valor da ação deve ser igual ao risco ajustado à perspectiva do valor presente dos fluxos de caixa futuro da empresa na qual se é acionista. O efeito índice ocorre diferente da teoria de mercado eficiente, pois as alterações no índice não estão relacionadas com o desempenho da companhia ou mudanças no fluxo de caixa destas.

Após o efeito ser identificado vários estudos foram apresentados para se verificar a causa deste fenômeno, Almeida (2017) destaca as hipóteses de pressão no preço, do conteúdo da informação, e dos substitutos imperfeitos. Uma vez que temos várias metodologias para diversos índices a causa do efeito e sua explicação ocorrem de diversas hipóteses.

Yun e Kim (2011) desenvolveram um quadro explicando as hipóteses verificando os efeitos no preço com a inclusão e exclusão, além do efeito no volume das ações. Nesta relação temos que a hipótese de pressão no preço têm efeitos temporários para a inclusão exclusão além do volume. Para a hipótese de conteúdo informacional foi identificado na inclusão e exclusão efeitos permanentes, no entanto no volume o efeito é temporário. Já a hipótese de substitutos imperfeitos o efeito é permanente para todas as variáveis.

#### 2.4.1 Hipótese De Pressão De Preços

A hipótese de pressão nos preços é atribuída às alterações realizadas por gestores de fundos de investimentos, que ao realizar modificações em carteira conforme o índice acaba tendo efeito nos preços das ações.

Harris e Gurel (1986) apontam mudanças no valor das ações devido às alterações realizadas pelos fundos de investimentos, perto da data de modificação dos índices. Os autores alegam que a hipótese de pressão nos preços compensa para os investidores considerando os custos de transação e risco que assumem com a compra ou a venda de ações que em outras condições não seriam negociadas. O aumento do retorno observado é esclarecido pela condição dos agentes de se transformarem em fornecedores passivos de liquidez, em busca de mudanças de preço e quantidade, produzindo retornos quando a informação for completa.

Estes autores fizeram uma análise do índice S&P 500 no período de 1973 a 1983 considerando a hipótese de pressão nos preços para explicar o crescimento rápido no curto prazo após a entrada de uma empresa no índice. Conforme Harris e Gurel o efeito índice ocorre num período de aumento de liquidez dos mercados, uma vez que o novo equilíbrio dos fundos de índice ocorre próximo a data de entrada dos novos ativos gerando assim uma pressão de demanda e aumento temporário nos preços dos ativos inclusos. No período analisado não ocorria aviso prévio nas mudanças de índice. Como resultado da análise verificou-se que assim que anunciada a inclusão da empresa no índice, as ações desta sobem mais de 3%, com o anúncio ocorre um grande aumento na quantidade de ações negociadas sugerindo transição na demanda. Esta mudança é convertida quase que por completo após duas semanas ao anúncio.

Yun e Kim (2011) trabalha com a mesma hipótese para o índice coreano KOSPI200 que admite uma transmissão de informação positiva na inclusão e negativa na exclusão da ação ao índice analisado. Os autores concluem que as companhias deixam de atender alguns critérios quando deixam de participar do índice, como capacitação liquidez e representatividade.

De acordo com o estudo dos autores acima, onde foi analisado o período de 1999 a 2003 foi indicada uma vantagem aos agentes que fazem mudanças na carteira de ações na prévia e não na data de modificação. Também foi descrito que os fundos de investimentos aguardam a vigência para realizar modificações na carteira com diferenças de 3 a 6 dias perdendo oportunidades de ganho no valor da ação com esta característica.

Sui (2006) realizou um estudo do índice S&P 500 no período de 1992 a 2005 admitindo a hipótese de pressão nos preços com um período de 20 dias após a mudança da carteira e constatou retornos anormais para as empresas inclusas e negativos para as exclusões. Como resultado não foi encontrado

evidências de mudanças permanentes no preço, quando ocorrem alterações no preço estas são rapidamente revertidas.

McVerry e Vos (2009) também trabalhou com a hipótese de pressão nos preços no índice NZX 50 no período de 1978 a 2006, para os autores quando uma ação chama a atenção dos agentes não é necessário um aumento do volume das negociações para que o preço das ações aumente. Para eles a informação interfere nas decisões dos investidores.

O índice NZX 50 apresentou redução no preço das ações 20 dias após a inclusão na carteira. Como resultados foram encontrados retornos negativos anormais para as ações na mudança de portfólio, produtos da mesma companhia associadas o efeito no preço é minimizado. Na exclusão do índice foram identificadas perdas maiores. O estudo mostra que as alterações não são eventos de informação livre, mas sugere a informações privilegiadas.

Elliott et al. (2006) faz um estudo das ações S&P500 no período de 2000 a 2003 com a hipótese de pressão para verificar os efeitos no curto prazo, onde uma enorme quantidade de negociações podem causar mudanças no preço das ações em um curto período de tempo. Os autores identificaram que os retornos anormais ocorrem na data de anúncio e na efetiva inclusão, além disso, verificaram que a principal causa dos retornos anormais associados à inclusão do índice é a conscientização dos agentes.

Como resultado foi observado retornos anormais para as empresas incluídas além de uma perspectiva de um ótimo desempenho se comparada com indústrias do mesmo setor. Também foi identificado que o investidor deseja correr o menor risco possível em seus investimentos.

No Brasil, Serra et al. (2011) testam a ocorrência de retornos anormais nos preços com o índice Ibovespa no período de 1994 a 2009 com a hipótese de pressão nos preços. Os autores constataram que após o anúncio ocorrem mudanças no preço dos títulos e retorno negativo após a inclusão além de alta variação no pré-anúncio 30 e 15 dias antes da efetivação.

Nardy et al (2015) também analisaram o índice Ibovespa no período de 2004 a 2013 com a hipótese de pressão no preço, utilizando uma janela de estimativa de 120 dias e para o evento de 30 dias. Eles propõem que existe assimetria entre oferta e demanda dada a alta procura por estes ativos é apenas momentânea, ou seja, em um espaço curto prazo este ativo volta ao seu valor de mercado.

Os autores verificaram quatro eventos significativos de informação ao mercado antes da inclusão, mas apenas na data efetiva os resultados foram significativos. A quantidade de negociação dos ativos em todos os eventos são altos e significativos. A hipótese de pressão nos preços é assumida, pois não ocorrem retornos significativos anormais após a data de inclusão.

Assim concluíram que nos dias que antecedem a inclusão ao índice as ações tiveram retornos anormais e altos volumes negociados. O efeito foi considerado temporário, pois não foram identificados retornos anormais após o evento. Foi compreendido pelos autores que no efeito índice pode ocorrer práticas de arbitragem por conta de dispersão dos retornos das inclusas.

#### 1.4.2 Hipótese Conteúdo Informacional

A hipótese de conteúdo informacional foi elaborada por Merton (1987) que defende a teoria de que ao divulgar informações sobre uma empresa, os investidores podem ter maior interesse ou até mesmo desinteresse sobre as ações gerando mudanças de valor no mercado e modificando o processo de tomada de decisão. O autor também afirma que todas as informações que estão disponíveis ao público haverá uma reação por parte dos investidores.

Merton (1987) descreve em seu estudo que mudanças na quantidade de informação sobre a empresa trás atenção dos investidores para a ação gerando um aumento no valor da firma, ocorrendo um aumento de demanda destas ações e resultando em retornos anormais quando o valor da ação se mantém alto ao longo do tempo.

Polonchek e Krehbiel (1994) utilizaram o modelo de Merton para estudar o *Dow Jones Industrial Average*, e constataram que a divulgação de informações sem valor econômico é percebida pelos investidores com atenção. Os autores apresentam uma prova estatística do equilíbrio entre relações de

preço e mostra que um aumento na quantidade de investidores numa ação pode resultar em redução do custo de capital e do aumento do valor de mercado da empresa.

Polonchek e Krehbiel (1994) comprovaram que ocorrendo um aumento da quantidade de investidores em uma ação o preço desta vai subir, além de constatar que o preço das ações pode ter mudanças ocorrendo informação amplamente divulgada sobre a empresa. Estes concluem que os agentes que não têm o hábito de acompanhar as empresas que foram incluídas são aqueles que investem nas mudanças de composição do índice.

Como resultado dos estudos analisados por estes autores foi verificado que não houve mudanças no preço e no volume de negócios realizados, atribuindo o resultado a falta de rebalanceamento, além de confirmar que empresas excluídas tiveram redução no preço da ação significativa.

Kaul, Mehrotra e Mork (2000) verificam a mesma hipótese de conteúdo informacional para verificar características específicas e as consequências de informações. Para eles não deveria ocorrer nenhum efeito relacionado com a informação uma vez que a inclusão de uma ação pode ser classificada como um acontecimento diferenciado.

De acordo com os autores o índice não indica as melhores empresas do mercado, mas conforme a metodologia aplicada demonstra a representação no mesmo. Dadas às características de um índice os agentes preferem a inclusão de ações em seu portfólio uma vez que empresas em situações ruins não participam desta carteira por um grande período.

Como resultado do trabalho no índice TSE300 que é um índice de mercado das ações negociadas no Canadá, composta pelas 300 ações mais negociadas na bolsa de valores de Toronto no período de 1995 a 2008 chegam à comprovação de efeitos permanentes no preço além de pressão no preço próximo a data de inclusão ao índice. A hipótese de conteúdo informacional explica o desempenho do retorno das ações inclusas e exclusas.

O primeiro estudo brasileiro foi de Salazar (1996) que analisou diariamente o índice Ibovespa no período de 02 de janeiro de 1990 a 03 de janeiro de 1995, em sua tese ele aborda as empresas incluídas e excluídas considerando a hipótese de conteúdo informacional. Determinado o período para a janela de eventos de 30 e 15 dias, o autor conclui que as ações incluídas têm retornos altos anormais próximos a data da efetiva inclusão e pós-evento mantém retornos acumulados positivos, as excluídas sofrem retornos negativos em todo o período.

Segundo o mesmo autor, as ações retiradas do índice são relacionadas com a redução da atratividade que estes papéis já sofreram, e foi refletida na redução da negociação destes títulos ocorrendo à exclusão do índice. O autor encontra como resultado altos retornos positivos e negativos onde ocorre inclusão e exclusão respectivamente, é verificado que empresas ingressantes no índice são mais atrativas aos olhos dos investidores.

#### **1.4.3 Hipótese Dos Substitutos Imperfeitos**

Para os autores Dash e Liu (2008), a hipótese dos substitutos imperfeitos supõe que as mudanças no preço e no volume da ação será permanente, uma vez que é impossível substituir um ativo por outro. Como a quantidade de ações disponíveis é limitada, o grande volume faz com que o ativo tenha um novo valor e este deve ser mantido até que ocorram modificações que geram novas alterações no preço.

Os autores Kaserer, Munzinger e Wagner (2004) adiciona a hipótese de que a demanda não é perfeitamente elástica assim possibilita alteração de demanda e mudança no preço. Os autores trazem o exemplo onde agentes informados desejam adquirir o ativo, porém os detentores estão indiferentes entre este ativo ou outro de mesmo valor no mercado.

Harris e Gurel (1986) descrevem que conforme o princípio da eficiência de mercado se as ações fossem consideradas substitutos perfeitos, não haveria mudanças nos preços. Para a hipótese de substitutos imperfeitos os autores admitem que as ações não sejam substitutas entre si além de uma demanda de longo prazo imperfeita. Assim a mudança de preços ocorre com o deslocamento da curva de demanda eliminando o excesso, desta forma não é esperada uma nova alteração de preço por conta do novo equilíbrio do valor.

Kasch e Sarkar (2011) realizaram um estudo com o índice S&P 500 para o período de 1978 a 1988, eles afirmam que empresas incluídas no índice mostram um desempenho excelente considerando que seja antes da inclusão. Assim definem que apenas as características pré-inclusão são permanentes e o efeito índice é temporário. Como resultado dos estudos foi verificado que mudanças no preço podem ser notadas 60 dias após o evento.

## 1 METODOLOGIA

Esta pesquisa se classifica como exploratório e descritivo. Para se cumprir com os objetivos propostos foram levantadas as seguintes hipóteses: Verificar se com a entrada de uma empresa no Índice Bovespa aumenta a procura destas ações ocorrendo uma valorização das mesmas, e ainda, que o efeito Índice Bovespa é verificado no período analisado.

Um estudo exploratório conforme Lakatos e Marconi (2008) está interligada com a investigação empírica com a finalidade de desenvolver as hipóteses e expandir o conhecimento do investigador com o evento. De acordo com Hair Júnior et al. (2005) a pesquisa descritiva é desenvolvida para descrever as características exposta em um tópico da pesquisa.

O trabalho pode ser classificado como bibliográfico e documental. Para Lakatos e Marconi (2008) a pesquisa bibliográfica se estende a citações já realizadas por outros autores sobre o mesmo tema do estudo. De forma parecida o aspecto documental é utilizado para a busca de outras fontes, uma vez que foram utilizadas publicações específicas da BM&FBOVESPA sobre as alterações de carteira do índice.

A amostra utilizada foram todas as empresas entrantes no Índice Bovespa nos anos de 2010 a 2017. A escolha deste índice se dá pela sua importância no contexto nacional, visto como o principal índice da economia brasileira, sendo o principal indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações do Brasil.

Os dados utilizados das empresas que entraram no Índice Bovespa foram obtidos através do site B3 e o Ibovespa que foi utilizado como carteira de mercado foi obtido pelo site do Infomoney.

Durante o período analisado ocorreu uma mudança de metodologia do Ibovespa no mês de Maio de 2014. Com esta alteração foram retiradas do Índice as ações que tem valor menor que R\$ 1,00, as chamadas *penny stocks*, ações de empresas em recuperação judicial, sendo que todos estes papéis devem ser negociados em 95% das sessões nos últimos 12 meses. Para este trabalho não ocorreu alteração de estrutura advindo deste processo.

Este estudo terá como base a metodologia utilizada por Nardy et al. (2015), os autores construíram um conjunto de hipóteses para identificar o efeito índice nos retornos e volumes anormais, assim será utilizado o mesmo princípio para a identificação dos retornos no período de 2010 a 2017.

Com o intuito de cumprir o objetivo principal e específico deste trabalho serão analisadas as ações das empresas que foram incluídas no Índice Bovespa para buscar evidências da ocorrência do efeito Índice no mercado brasileiro. Para tanto conforme Serra et al. (2011) devem ser analisados períodos anteriores e posteriores ao evento.

MacKinlay (1997 apud SERRA et al., 2011, p. 26), apontam a necessidade de “não haver coincidências entre as datas de estimação e janela de evento”, sendo assim os autores indicam que o primeiro ensaio deve ser realizado trinta dias antes da mudança efetiva.

Seguindo a orientação dos autores citados anteriormente, foi utilizada uma janela de estimação de 120 dias para o cálculo do beta, para isso foi utilizado o método dos mínimos quadrados. Estes quando testados a sua significância p-valores superiores a 5% foram excluídos da análise.

Foi também estimada a janela de evento que constitui 30 dias antes e 30 dias após a data de efetivação da entrada da ação na carteira do Índice Bovespa. Da mesma forma que na janela de estimação foi realizado o cálculo do beta e p-valores superiores a 5% também foram descartados. O período que separa a janela de estimação da janela de evento é de 5 dias.

Para a análise foi utilizado como carteira de mercado o Ibovespa. As três equações a seguir foram utilizadas para no Ibovespa e na ação sendo utilizado o preço de fechamento do dia. O retorno da ação diária foi calculado de forma logarítmica para as duas janelas, esta utilizada por Procianoy e Verdi (2006) através da fórmula abaixo;

$$Rit = \log (Pit) - \log (Pit-1) \quad [1]$$

Onde:

$R_{it}$  = Retorno da ação  $i$  na data  $t$  entre o preço  $t$  e  $t-1$ ;

$R_{mt}$  = Preço da ação  $i$  na data  $t$ .

Ainda de acordo com os autores anteriores para o cálculo do retorno anormal foi utilizado para a janela de evento à equação a seguir:

$$RA_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad [2]$$

Sendo que:

$RA_{it}$  = Retorno anormal da ação  $i$  na data  $t$ ;

$R_{it}$  = Retorno da ação  $i$  na data  $t$ ;

$R_{mt}$  = Retorno do Ibovespa na data  $t$ .

O retorno anormal acumulado (RAA) é dado por:

$$RAA = \sum_i RA_{it} \quad [3]$$

Em que:

$RA$  = retorno acumulado;

$N$  = número de ações da amostra;

$t, i$  = intervalo da janela estudada.

Os autores Mackinlay (1997) e Procianoy e Verdi (2006) utilizaram o acumulo das médias do retorno anormal acumulado para desenvolver os seus trabalhos, será utilizado da mesma vertente para a análise nesta atividade. Para os períodos inferiores a sete dias será realizado o cálculo individual.

Para desenvolver este trabalho foi criada a hipótese a seguir sendo que o teste Shapiro-Wilk foi utilizado para verificar a normalidade da amostra, uma vez identificado a normalidade o nível de significância será verificado pelo teste paramétrico T de Student, caso a amostra não tenha distribuição normal será utilizado o teste não paramétrico de sinais de Wilcoxon, considerando o nível de significância de 5%.

Hipótese —  $H_0$ : Não há retornos anormais para a amostra das ações ingressantes no Ibovespa entre 2010 a 2017.

Hipótese alternativa: Há retornos anormais para a amostra das ações ingressantes no Ibovespa entre 2010-2017.

Para que os dados sejam o mais próximo da realidade foram retirados os *outliers* da análise de retornos anormais, esta alteração houve apenas para o dia em que ocorreu mudanças mais significativas em uma empresa do que nas outras. Para isto foi utilizado o método baseado na amplitude do interquartil da seguinte fórmula:

$$IQR = Q_3 - Q_1 \quad [4]$$

Onde:

$IQR$  = Amplitude interquartil;

$Q_3$  = Terceiro quartil;

$Q_1$  = Primeiro quartil.

Assim podemos determinar os limites inferiores e superiores pelas fórmulas a seguir:

$$L_{sup} = X + 1.5 \times IQR; \quad L_{inf} = X - 1.5 \times IQR \quad [5]$$

Sendo que:

$L_{sup}$  = Limite superior;

$L_{inf}$  = Limite inferior;

$X$  = Média da observação;

$IQR$  = Amplitude interquartil.

Os cálculos dos testes de Shapiro Wilk, T de Student e teste não paramétrico de sinais de Wilcoxon, foram obtidos do *software* Gretl, sendo considerado o nível de significância de 5%.

## 1.1 Os Testes

O Teste de Shapiro Wilk tem como principal objetivo avaliar se uma amostra tem distribuição normal

## ANÁLISE DOS RESULTADOS

Para o período estudado foram ingressadas no Índice Bovespa um total de 34 ações, destas 2 (AGEI3 e KROT11) não foi possível obter os dados nas bases disponíveis. Dos oito anos analisados foram consideradas as janelas de evento conforme as datas das prévias e efetivação apresentadas na tabela 1.

Tabela 1 – Ativos Ingressantes no Índice Bovespa

Ativo	1º Prévia	2º Prévia	3º Prévia	Data Efetivação
LLXL3	01/12/2009	16/12/2009	30/12/2009	04/01/2010
MRVE3	Não Consta	Não Consta	30/12/2009	04/01/2010
OGXP3	Não Consta	16/12/2009	30/12/2009	04/01/2010
PDGR3	Não Consta	Não Consta	30/12/2009	04/01/2010
AGEI3	02/04/2010	16/04/2010	30/04/2010	03/05/2010
BISA3	Não Consta	16/08/2010	31/08/2010	01/09/2010
MRFG3	Não Consta	Não Consta	31/08/2010	01/09/2010
SANB11	02/08/2010	16/08/2010	31/08/2010	01/09/2010
HYPE3	01/12/2010	16/12/2010	30/12/2010	03/01/2011
BRML3	01/08/2011	16/08/2011	02/09/2011	05/09/2011
HGTX3	Não Consta	Não Consta	02/09/2011	05/09/2011
DASA3	Não Consta	Não Consta	29/12/2012	02/01/2012
RENT3	01/12/2011	16/12/2011	29/12/2012	02/01/2012
CTIP3	Não Consta	16/08/2012	31/08/2012	03/09/2012
SUZB5	Não Consta	16/08/2012	31/08/2012	03/09/2012
ENBR3	Não Consta	17/12/2012	04/01/2013	07/01/2013
BBDC3	Não Consta	Não Consta	03/05/2013	03/05/2013
BRPR3	01/04/2013	16/04/2013	03/05/2013	03/05/2013
AEDU3	01/08/2013	16/08/2013	30/08/2013	02/09/2013
KROT11	01/08/2013	16/08/2013	30/08/2013	02/09/2013
TBLE3	Não Consta	Não Consta	03/01/2014	06/01/2014
BBSE3	02/12/2013	16/12/2013	03/01/2014	06/01/2014
ECOR3	02/12/2013	16/12/2013	03/01/2014	06/01/2014
ESTC3	02/12/2013	16/12/2013	03/01/2014	06/01/2014
EVEN3	02/12/2013	16/12/2013	03/01/2014	06/01/2014
QUAL3	02/12/2013	16/12/2013	03/01/2014	06/01/2014
MULT3	01/12/2014	16/12/2014	02/01/2015	05/01/2015
SMLE3	01/04/2015	16/04/2015	30/04/2015	04/05/2015
EQTL3	Não Consta	17/08/2015	04/09/2015	08/09/2015
RADL3	03/08/2015	17/08/2015	05/09/2015	08/09/2015
WEGE3	01/12/2015	16/12/2015	30/12/2015	04/01/2016

ELET3	Não Consta	16/12/2016	29/12/2016	02/01/2017
ELET6	03/04/2017	17/04/2017	28/04/2017	02/05/2017
TAEE11	01/08/2017	16/08/2017	01/09/2017	04/09/2017

Fonte: Elaborado pelo autor (2018).

No período analisado foi estimado como data zero a data de efetivação no Índice Bovespa, para ocorrer a janela de evento e a janela de estimação foram contados 30 dias após a efetivação e 154 dias anteriores. Foi analisado nas duas janelas a força explicativa do beta e sua significância onde os resultados de p-valores superiores a 5% foram excluídas da análise.

Para a janela de estimação do total de 32 ações 7 foram excluídas pelo nível de significância ser superior a 5% são elas: LLXL3, MRVE3, OGXP3, PDGR3, MRFG3, BPRR3 e AEDU3. Das ações restantes foram identificadas 4 na janela de evento não significativas: CTIP3, QUAL3, SMLE3 e TAEE11.

A análise da entrada das empresas tiveram no total 4 eventos, a primeira prévia que ocorre 30 dias antes a data de efetivação, sendo a segunda prévia com 15 dias de antecedência ao dia do evento, a terceira prévia que ocorre no dia anterior a data de efetivação da ação ao Índice Bovespa.

De acordo com a análise 12 ações foram estudadas na primeira prévia, considerando a data de evento 30 dias antes da data de efetivação.

Tabela 2 – 1º Prévia com 12 empresas

Evento	Normal		Coeficiente	P-valor
D-3	0.8874	N	0.1039	0.3051
D-2	0.8802	N	0.5752	0.4844
D-1	0.9156	N	-0.4704	0.0978*
AR D+0	0.8793	N	-0.2314	0.5049
D+1	0.8111	N	0.0258	0.1698
D+2	0.9699	N	-0.1664	0.6101
D+3	0.9669	N	-0.0782	0.2240
<hr/>				
CAR (-30,+30)	0.8905	S	-0.5932	0.6924
CAR (-30, -1)	0.8457	S	1.5111	0.4792
CAR CAR (+1,+30)	0.8841	S	-1.2059	0.6006
CAR (D-3, D+3)	0.9513	S	1.2635	0.1780
CAR (D-2, D+2)	0.9524	S	1.7955	0.0823*
CAR (D-1, D+1)	0.9559	N	0.7105	0.1256

Fonte: elaborado pelo autor (2018).

Nota (1): AR – Retorno Anormal; CAR – Retorno Anormal Acumulado; Normal – Teste de Shapiro Wilk; N – amostra não possui retorno anormal; S - amostra com retorno normal; P-valor – para amostra normal teste T de Student, se amostra sem distribuição normal teste de sinais e ranking de Wilcoxon. Significância: (\*\*\*): significativo a 1%, (\*\*): significativo a 5%, (\*): significativo a 10%.

Depois de identificado as ações com p-valores significativos, com base na tabela 2 foi verificado retorno anormais negativos de D-1 a D+3 desconsiderando a data D+1, e retornos anormais acumulados positivos, porém nenhum destes foi significativo a 5%.

O retorno anormal acumulado no período de (D-30, D-1) tem coeficiente positivo, no entanto não foi significativo. O mesmo ocorre no intervalo de (D-2, D+2), porém significativo apenas a 10%. Já para o período de (-30, +30) e (+1, +30) foram negativos da mesma forma que na data de efetivação no entanto não foi significativo para o período.

O resultado condiz com a teoria do mercado eficiente no sentido semiforte, onde faz considerar que o preço da ação é absorvido imediatamente a partir de informações disponíveis publicamente.

Na segunda prévia foram no total 17 empresas onde foi constatado retornos anormais negativos em todo o período desconsiderando a data do evento e retornos acumulados positivos conforme a tabela 3.

Tabela 3 – 2º Prévia com 17 empresas

Evento	Normal	Coeficiente	P-valor
D-3	0.9286	N	-0.3653
D-2	0.9745	N	-0.6327
D-1	0.9612	N	-0.3950
AR D+0	0.9536	N	0.4670
D+1	0.9361	N	-0.6430
D+2	0.9223	N	-0.2517
D+3	0.9865	N	-0.2060
<hr/>			
CAR (-30,+30)	0.9140	S	0.3405
CAR (-30, -1)	0.8657	S	1.8370
CAR CAR (+1,+30)	0.9320	S	0.3168
CAR (D-3, D+3)	0.9478	S	0.1762
CAR (D-2, D+2)	0.9493	S	0.3444
CAR (D-1, D+1)	0.9528	S	-0.3003
<hr/>			

Fonte: elaborado pelo autor (2018).

Nota (2): AR – Retorno Anormal; CAR – Retorno Anormal Acumulado; Normal – Teste de Shapiro Wilk; N – amostra não possui retorno anormal; S - amostra com retorno normal; P-valor – para amostra normal teste T de Student, se amostra sem distribuição normal teste de sinais e ranking de Wilcoxon. Significância: (\*\*\* ) significativo a 1%, (\*\*) significativo a 5%, (\*) significativo a 10%.

Com quinze dias antes da data de efetivação foi observado retorno anormal negativo em todo o período desconsiderando apenas a data do evento D+0, sendo em D-2 negativo e significativo a 10%.

Neste mesmo período o retorno anormal em D-1 foi negativo, não sendo esperada esta mudança de sinal e na data do evento positivo, ambos com um nível de significância de 5%, nestas condições se confirma que os agentes se posicionam antes da informação oficial da prévia. Para o mesmo período os retornos acumulados foram todos positivos, mas não significativos.

Sendo considerada a data de evento o dia 15 o dia anterior é consistente com a hipótese de pressão nos preços, fazendo com que o valor da ação tenha mudanças temporárias. Na data da segunda prévia temos um resultado anormal positivo e significativo sendo relevante ao estudo onde de acordo com a hipótese formulada rejeita-se a hipótese nula, afirmando que há retornos anormais para a amostra, porém não para todo o período da segunda prévia, no entanto são melhores que a primeira prévia por estar mais próximo a data do evento.

Tabela 4 – 3º Prévia com 21 empresas

Evento	Normal	Coeficiente	P-valor
D-3	0.9232	N	0.1193
D-2	0.9822	N	0.0254
D-1	0.9606	N	-0.2677
AR D+0	0.9382	N	-0.3879
D+1	0.9532	N	-0.1785
<hr/>			

D+2	0.8471	S	0.0266	0.8657
D+3	0.9727	N	0.5376	0.1406
CAR (-30,+30)	0.9893	N	0.1650	0.0000***
CAR (-30, -1)	0.9269	S	3.1776	0.5132
CAR CAR (+1,+30)	0.9602	N	0.0511	0.0000***
CAR (D-3, D+3)	0.9629	S	0.8400	0.4551
CAR (D-2, D+2)	0.9616	S	0.9865	0.4504
CAR (D-1, D+1)	0.9593	S	0.1939	0.9063

Fonte: elaborado pelo autor (2018).

Nota (3): AR – Retorno Anormal; CAR – Retorno Anormal Acumulado; Normal – Teste de Shapiro Wilk; N – amostra não possui retorno anormal; S - amostra com retorno normal; P-valor – para amostra normal teste T de Student, se amostra sem distribuição normal teste de sinais e ranking de Wilcoxon. Significância: (\*\*\* ) significativo a 1%, (\*\*) significativo a 5%, (\*) significativo a 10%.

Ao verificar a última prévia antes da data de efetivação identificam-se no período de D-1 a D+1 retornos anormais negativos e nas demais positivos, sendo na data D-2 significativo a 5%. Foi identificado nos retornos anormais acumulados positivos e significativos a 1%.

Diferente da segunda prévia na data de D-2 tem um retorno anormal positivo, já nos três dias seguintes o retorno se mostra negativo, em D-1 significativo a 5% D+0 a 10% e D+0 não significativo. Este resultado condiz com a hipótese de pressão de preço, mas diferente do estudo de Elliot et al (2006) o evento ocorreu antes da data do evento.

Nestas condições para a terceira prévia é rejeitada a hipótese nula, e condizente com o estudo de Serra et al (2011), onde é constatada a ocorrência do efeito índice com retorno negativo antes da terceira prévia. Esse resultado pode ser considerado por haver uma maior demanda ocorrendo um desequilíbrio momentâneo o que leva ao aumento dos preços das ações, ou seja, os agentes antecipam o movimento.

Para este período de análise temos os retornos anormais acumulados positivos e significativos a 1% no período de (-30, +30) e (+1, +30), indicando uma demanda crescente. Diferente do ocorrido na data de efetivação que mostra retornos negativos no período de (-30, +30) e (+1, +30) e positivo entre (-30, -1), todos significativos a 1%.

Sendo a data de efetivação analisadas no total 21 empresas o retorno anormal foi positivo e significativo a 5% na data D-3, e para o período de D-2 a D+0 foi negativo, no entanto apenas D+0 não foi significativo, os demais tiveram significância de 10%.

A tabela 5 nos mostra os dados para a data de efetivação, onde se fosse considerado o nível de significância de 10%, poderia ser rejeitado a hipótese nula para o período, sendo este observado como efeito índice para a data de efetivação.

Ao analisar os retornos anormais acumulados na data de efetivação podemos observar um retorno positivo no período de (-30, -1) e positivo em (+1, +30) ambos significativos a 1%, podendo ser rejeitado a hipótese nula, sendo aceito para o período constatando também nos retornos acumulados a verificação do efeito índice no período.

Tabela 5 – Data de efetivação 21 empresas

Evento	Normal		Coeficiente	P-valor
D-3	0.9822	N	0.0254	0.0323**
D-2	0.9741	N	-0.4906	0.0606*
D-1	0.9382	N	-0.3879	0.0722*
AR D+0	0.9532	N	-0.1785	0.2333
D+1	0.8471	S	0.0266	0.8657

D+2	0.9760	N	0.5630	0.2220
D+3	0.9502	N	-0.1464	0.1119
CAR (-30,+30)	0.9895	N	-0.0870	0.0000***
CAR (-30, -1)	0.9383	N	0.2564	0.0000***
CAR CAR (+1,+30)	0.9549	N	-0.1227	0.0000***
CAR (D-3, D+3)	0.9639	S	1.4210	0.2037
CAR (D-2, D+2)	0.9622	S	1.5959	0.2191
CAR (D-1, D+1)	0.9602	S	0.0397	0.9807

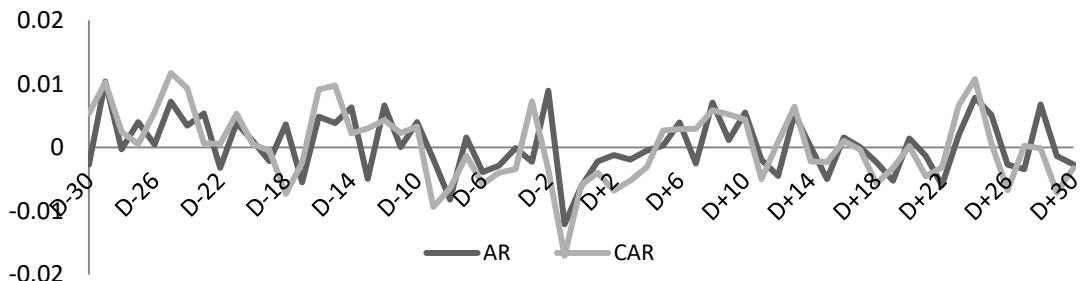
Fonte: elaborado pelo autor (2018).

Nota (4): AR – Retorno Anormal; CAR – Retorno Anormal Acumulado; Normal – Teste de Shapiro Wilk; N – amostra não possui retorno anormal; S - amostra com retorno normal; P-valor – para amostra normal teste T de Student, se amostra sem distribuição normal teste de sinais e ranking de Wilcoxon. Significância: (\*\*\* ) significativo a 1%, (\*\*) significativo a 5%, (\*) significativo a 10%.

Não era esperado um retorno acumulado negativo na janela do evento, o que não foi encontrado na literatura um suporte para tal acontecimento. Os dois eventos seguintes estão de acordo com a hipótese de pressão nos preços. Já para o retorno anormal antes da efetivação é notado um retorno anormal significativo a 5%, rejeitando a hipótese nula de que não haveria retornos anormais para o período estudado.

Diante dos resultados anteriores verifica-se que não é rejeitado a hipótese nula na primeira prévia apenas, as demais rejeita esta hipótese explicativa, podendo ser afirmado que no período de 2010 a 2017 houve indícios de efeito índice no Índice Bovespa. No gráfico abaixo pode ser verificado os retornos anormais e retornos anormais acumulados para a janela de evento.

Gráfico 1 – Retornos anormais e Acumulados para a data de efetivação



Fonte: Elaborado pelo autor 2018.

Nota (5): AR – Retorno Anormal; CAR – Retorno Anormal Acumulado.

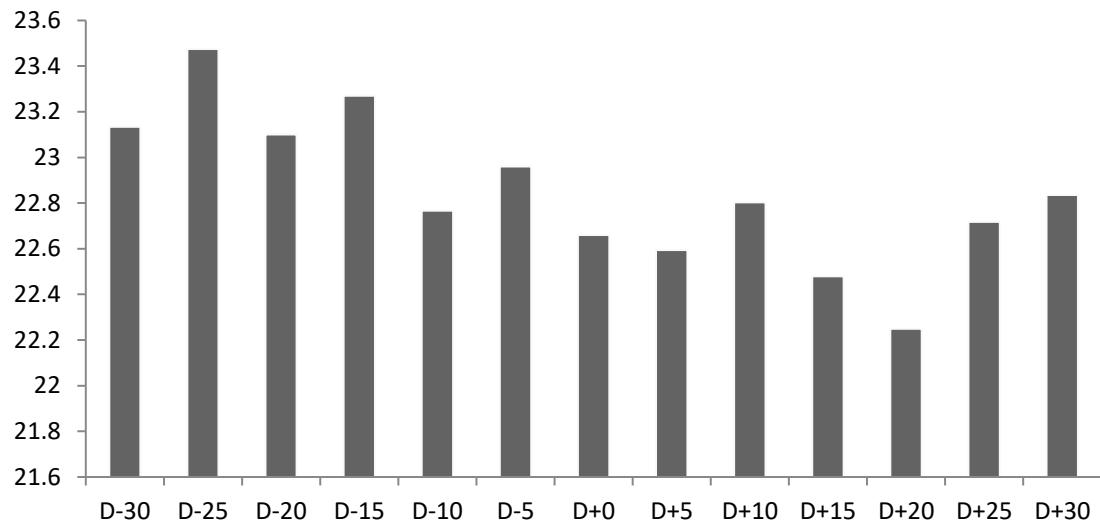
No gráfico 1 analisando a janela de evento sendo considerado como janela principal a data de efetivação pode ser verificado um crescimento dos dois retornos na data do dia dois antes do acontecimento e uma redução significativa, no dia 1 após a efetivação da empresa no índice.

Esta se ajusta a hipótese de pressão nos preços, para o período datas analisadas no parágrafo anterior também nos remete ao processo de arbitragem onde o investidor tem interesse em comprar a ação barata e vendê-la cara, em um curto espaço de tempo.

Ao verificar o preço médio das ações na janela de evento podemos analisar conforme o gráfico 2 que no período as datas D-25 e D-15 tiveram os maiores valores médios, estas alterações condizem com hipótese de conteúdo informacional uma vez que os investidores reagem as novas informações da empresa sendo que o preço do papel têm mudanças temporariamente.

No entanto quando se comparado todo o período existe uma redução do valor médio das ações onde após D+20 mostra um aumento do preço, neste aspecto podemos aceitar a hipótese conforme o autor Damodaram (2001), que explica o processo de arbitragem uma vez que o evento é significativo para o mercado como um todo.

Gráfico 2 – Média de preço das ações para a janela de evento



Fonte: Elaborado

pelo autor 2018.

Verificando a data de efetivação D+0 em relação aos extremos identificamos que com relação ao dia D-30 houve uma redução média no preço da ação de -2,09%, e para a data de D+30 um aumento de 0,76%, este aumento pode ser verificado a partir da data D+20 onde pode estar ocorrendo o ajuste do valor da ação após uma possível saída da negociação dos investidores que realizaram o processo de arbitragem.

Ao analisar o preço das ações mediante a data de efetivação na tabela 6, verificamos que 11 das 21 empresas tiveram uma redução no preço das ações no período de D-3 a D-2 sendo que as empresas BISA3, BBSE3 e EVEN3 tiveram a maior queda, com -2,00%, -2,24% e -2,20% respectivamente. As maiores valorizações no período foram HYPE3 com 3,03%, BRML3 8,28% e BBDC3 3,09%.

Verificando o período de D-3 a D+0 e de D+0 a D+3 temos sete empresas que tiveram redução no valor das ações nos dois períodos citados, contra cinco empresas com aumento de preço no mesmo intervalo de tempo, sendo que a BRML3 teve um aumento de 12,40% e SUZB5 de 6,41%.

Estas alterações no valor da ação reforça hipótese de pressão de preços conforme analisado no gráfico 1, uma vez que temos vários compradores e poucos vendedores temos então uma tendência de aumento de preço, até o momento que ocorre um novo equilíbrio no mercado.

Tabela 6 – Preço das ações ao redor da data efetivação

Empresa	D-3	D-2	D-1	D+0	D+1	D+2	D+3
BISA3	9.47	9.28	9.06	9.29	9.18	8.89	8.93
SANB11	21.73	21.71	22.3	22.5	22	22.05	22
HYPE3	21.74	22.4	22.53	22.2	21.4	21.65	21.05
BRML3	17.75	19.22	19.39	18.97	19.5	20.33	20.02
HGTX3	35.19	35.7	35.35	34.6	35.56	36.7	35
DASA3	15.7	15.56	15.5	16	16.4	16	15.3
RENT3	26.24	26.37	25.6	26.89	27.7	26.65	25.82
SUZB5	4.3	4.38	4.5	4.46	4.41	4.56	4.58
ENBR3	12.88	12.78	12	11.61	11.5	11.75	11.75
BBDC3	33.6	34.64	34.73	34.37	33.53	34.22	34.75
TBLE3	35.94	36.52	36.5	36.04	35.75	35.67	35.43

BBSE3	24.5	23.95	23.43	23.1	22.95	23.24	22.73
ECOR3	14.8	14.69	14.2	13.82	13.76	13.8	13.33
ESTC3	20.41	20.22	19.63	19.69	19.5	19.54	19.47
EVEN3	8.15	7.97	7.85	7.9	7.72	7.67	7.42
MULT3	47.5	47.44	44.26	44.4	46.6	48	47.53
EQTL3	33.26	33.72	32.7	32.48	32.6	32.04	33.33
RADL3	38.23	38.99	38.31	38.88	38.91	39.9	39.9
WEGE3	15.76	15.58	14.95	14.64	15.35	15	14.57
ELET3	22.41	22.74	22.81	22.49	22.36	22.47	22.63
ELET6	22.13	21.91	22.54	21.52	20.99	20.15	20.01

Fonte: Elaborado pelo autor 2018.

Para o período de D-3 a D+3 na tabela 6, treze empresas tiveram redução no valor de suas ações destas as maiores alterações foram em ENBR3, ECOR3, EVEN3, WEGE3 e ELET6 com -8,77%, -9,93%, -8,95%, -7,55% e -9,57% respectivamente.

Na tabela acima também mostra a oscilação do valor das ações para a data de efetivação, onde em sua maioria ocorre uma redução dos valores da ação, no entanto se verificarmos a média dos valores temos a maior alteração de preço de forma positiva de D-3 para D-2 com 0,84% e a mais negativa entre D-2 e D-1 com -1,57%.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como o objetivo do trabalho foi de verificar as mudanças do valor da ação após a entrada do Índice Bovespa chegamos a conclusão de que o preço do papel tem mudanças considerando a janela de eventos, no entanto ocorre reduções significativas no período da janela de evento.

Foi Considerado que ocorreu no período analisado para o Índice Bovespa as hipóteses de pressão de preço, conteúdo informacional e arbitragem, sendo a última uma maior força explicativa para o período da data de efetivação na janela de eventos.

Na primeira prévia não foi constatado valores significantes, não rejeitando a hipótese nula formulada, para a segunda prévia foi identificado valores significativos, porém com retorno negativo e após um retorno positivo consistente com a hipótese de pressão de preços.

Para a terceira prévia analisamos retornos positivos na data D-2 e negativo para D-3, ambos significantes a 5%, assim foi rejeitada a hipótese nula e neste verificamos a presença do efeito índice, sendo que os retornos anormais foram significantes a 1% no período de (D-30 a D+30) e (D+1 a D+30).

Na data de efetivação verificou um retorno anormal positivo e significativo a 5% em D-3 e negativo em D-2 mas o nível de significância foi de 10% neste período. No período de retorno acumulado foi significativo a 1% porém negativo de (D-30 a D+30) positivo (D-30 a D-1) e negativo novamente em D+1 a D+30) onde nas duas últimas se constata o efeito índice.

A contribuição deste trabalho foi de verificar com os dados recentes a ocorrência do efeito índice no Índice Bovespa, onde constatou retorno anormal significativo e positivo e logo após negativo, condizentes com Harris e Gurel (1986) que indica um efeito temporário.

## REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro**. São Paulo: Atlas S.A., 3º edição, 2000.
- ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. São Paulo: Atlas, 10ª edição, 2011.
- ALMEIDA, Mário Sérgio de. **Efeito índice: determinantes da ocorrência no BOVA11 e IGCX**. 2017. Dissertação de doutorado – Universidade Federal de Lavras 2017.
- BARBERIS, N., & THALER, R. (2003). **A survey of behavioral finance**. In G. Constantinides, R. Stultz, & M. Harris. (Eds.), *Handbook of the economics of finance*. Amsterdam: North Holland, 2013.

- BARROS, Benedicto Ferri de. **Mercado de capitais e ABC de Investimentos**. 4<sup>a</sup> edição. São Paulo: Editora Atlas, 1971.
- BENEISH M., & Whaley, R. (1997). **A scorecard from the S&P game**. Journal of Portfolio Management, 23(2), 16-23. DOI: 10.3905/jpm.23.2.16
- BRITO, N. R. O. **A eficiência informacional fraca no mercado à vista da BVRJ no período 1980/1984**. Rio de Janeiro: COPPEAD/UFRJ, mar. 1985 (Relatório Técnico n. 78).
- CAMPBELL, S. A. **Price effects surrounding composition changes of the S&P 500: aggregate effects since 1999**. Thesis (Doctorate) - Sanford University, Alabama, 2004.
- CARNEIRO, D. D., WERNECK, R. L. F., GARCIA, M. G. P. e BONOMO, M. A. **Strengthening Brazil's financial economy**. Working Paper 142. Inter-American Development Bank, Junho, 1993.
- CASTRO, Tiago. **Análise dos retornos diários do Índice Bovespa sob uma ótica não linear**. Rio de Janeiro, 2013.
- CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio; RUDGE, Luiz Fernando. **Mercado de capitais: o que é, como funciona**. 6<sup>a</sup> edição. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **O mercado de valores mobiliários brasileiro**. 3<sup>o</sup> edição. Rio de Janeiro, 2014.
- COSTA, Tiago de Castro. **Análise dos Retornos Diários Do Índice Bovespa Sob Uma Ótica Não Linear ano 2013**. Trabalho de conclusão do curso de Economia. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro 2013.
- DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para determinação do valor de qualquer ativo**. São Paulo: Qualitmark, 2001.
- DASH, S.; LIU, B. **Capturing the index effect via options**. São Paulo: Santard & Poor's, 2008. P 19.
- ELLIOTT, W.B.; NESS, B.F.V; WALKER, M.D.; WARR, R.S. **What drives the S&P 500 inclusion effect? Analytical Survey**. Financial Management, p. 31- 48.2006.
- FARIAS, M. A. **ETFs, PIBB, e a liquidez das ações**. Caderno de Pesquisa Investimento, Fundação Getúlio Vargas, 1, 3-57. 2009.
- FORTUNA, E. **Mercado Financeiro: Produtos e serviços**. 16a edição. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 2005.
- GITMAN, L. J. ; MADURA, J. **Administração Financeira Uma Abordagem Gerencial**, São Paulo: Ed. Addison Wesley, 2003.
- HAIR JÚNIOR, J. F. et al. **Fundamentos de métodos de pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman, 2005. 471 p.
- HARRIS, L., & GUREL, E. (1986, September). **Price and volume effects associated with changes in the S&P list: new evidence for the existence of price pressures**. The Journal of Finance, 41(4), 815-829. DOI: 10.2307/2328230
- KASCH, M.; SARKAR, A. **Is there an S&P 500 index effect?** Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, New York, n. 484, p. 1-55, Feb. 2011.
- KASERER, C.; MUNZINGER, J.; WAGNER, N. **The index effect: comparison of different measurement approaches**. CEFS Working Paper Series, München, p. 1-53, n. 2004, Oct. 2004.
- KAUL, A.; MEHROTRA, V.; MORK, R. **Demand curves for stocks do slope down: new evidence from an index weights adjustments**. The Journal of Finance, New York, v. 55, n. 2, p. 893-912, Apr. 2000.
- KUMPEL, Siegfried. **Direito do mercado de capitais-do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro**. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.
- LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. de A. **Fundamentos de metodologia científica**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008. 315 p.
- LYNCH, A. W., & MENDENHALL, R. R. (1997). **New evidence on stock price effects associated with changes in the S&P 500 index**. Journal of Business, 70(3), 351-383. 1997.
- MACKINLAY, A. C. (1997). **Event studies in economics and finance**. Journal of Economic Literature, 35(1), 13-39.1997.disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/2729691>>. Acesso em: 16 de Março de 2018.

- MALUF, Y. S.; ALBUQUERQUE, P. H. **Evidências Empíricas: Arbitragem no Mercado Brasileiro com Fundos ETFs.** Revista Contabilidade e Finanças – USP. São Paulo, v. 24, n. 61, p. 64-74 jan/fev/mar/abr. 2013.
- MCVERRY, N.; VOS, E. NZX50: **increased investibility and price pressure on additions and deletions.** New Zealand Journal of Applied Business Research, Waikato, v. 7, n. 2, p. 1-17, 2009.
- MELLAGI FILHO, Armando & ISHIKAWA, Sergio. **Mercado financeiro e de capitais.** 2<sup>a</sup> edição. São Paulo: Editora Atlas, 2007.
- MERTON, R. C. (1987, July). **A simple model of capital market equilibrium with incomplete information.** The Journal of Finance, 42(3), 483-510. DOI: 10.2307/2328367
- NARDY, A. et al. **Verificação da ocorrência do efeito índice no Ibovespa – 2004-2013.** Revista de Administração, São Paulo, v. 50, n. 2, p. 153-168, abr./jun. 2015.
- NEVES, Marlize Pereira. **Investimento em Mercado de Capitais: Estudo do Equilíbrio entre Risco e Retorno, através da Diversificação Eficiente.** Especialização de negócios financeiros. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Florianópolis, 2007.
- PETERSON, A. C. **Price effects associated with changes in the Standard & Poor's 500 index composition: the removal and replacement of seven non - US companies.** Economics Discussion Papers, Otago, n. 0404, p. 1-36, Feb. 2004.
- PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas.** 6<sup>a</sup> edição. São Paulo: Editora Atlas, 2009.
- POLONCHEK, J.; KREHBIEL, T. **Price and volume effects associated with changes in the Dow Jones Averages.** The Quarterly Review of Economics and Finance, Champaign, v. 34, n. 4, p. 305-306, 1994.
- PROCIANOY, J. L.; ANTUNES, M. A. **Os efeitos das decisões de investimento das firmas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais.** XXV ENANPAD, 25º, *Anais...* Campinas: ANPAD, set. 2001. 15 p.
- PROCIANOY, L. J.; VERDI, R. S. **Reação do mercado à alteração na composição da carteira de índices de bolsa de valores brasileiros.** Revista Brasileira de Finanças, Rio de Janeiro, v. 4, n. 2, p. 141-167, 2006.
- REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial.** 1º.vol. São Paulo: Editora Saraiva, 2005.
- RIBEIRO, Milton Nassau. **Aspectos jurídicos da governança corporativa.** São Paulo: Quartier Latin, 2007.
- SALAZAR, J. N. A. **Avaliação empírica do comportamento das ações no contexto da reavaliação da carteira teórica do índice Bovespa.** 1996. 195 p. Tese (Doutorado em Administração Contábil e Financeira). Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 1996.
- SALLES, A. A. **Eficiência informacional do mercado futuro do Ibovespa.** XV ENANPAD 15º, *Anais...* Salvador: ANPAD, p. 151-164, set. 1991.
- SERRA, R. G. et al. **Efeito no preço das ações ingressantes no Ibovespa.** Revista Contabilidade Vista & Revista, Belo Horizonte, v. 22, n. 2, p. 15-42, abr./jun. 2011.
- SHLEIFER, A. **Do demand curves for stocks slope down?** *The Journal of Finance*, 41(3), p. 579-590. Julho 1986. DOI: 10.2307/2328486.
- SILVA, Plinio Marcos de Souza. **Mercado de Capitais: Sistema Protetivo dos Interesses Coletivos dos Investidores e Consumidores.** Dissertação de Mestrado. Universidade de Ribeirão Preto. Ribeirão Preto, 2008.
- SOUZA, Thelma de Mesquita Garcia e. **Governança corporativa e o conflito de interesses nas sociedades anônimas.** São Paulo: Editora Atlas S/A, 2005.
- STIGLITZ, J. E. **The allocation role of the stock market: Pareto optimality and competition.** *The Journal of Finance, Chicago: American Finance Association*, v. 36, n. 2, p. 235-251. Maio, 1981.
- SUI, L. **The addition and deletion effects of the Standard & Poor's 500 index and its dynamic evolvement from 1990 to 2002: demand curves, market efficiency, information, volume and return.** Investment Management and Financial Innovations, Essex, v. 3, n. 4, p. 132-158, 2006.
- VIEIRA, José Augusto Gomes; PERREIRA, Heider Felipe da Silva; Perreira, Wilton Ney do Amaral. **Histórico do Sistema Financeira Nacional.** Revista científica da FAEX. 2º edição, 2012.

- YAZBEK, Otávio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.
- YUN, J.; KIM, T. S. **Information content of changes in index composition**. Asia-Pacific Journal of Financial Studies, Oxfordshire, v. 40, n. 2, p. 317-346, Apr. 2011.
- WALD, Arnold. **Trinta anos da lei do mercado de valores mobiliários no Brasil**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais n. 34 out-dez/2006. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006.

# A RELEVÂNCIA DAS INFORMAÇÕES FINANCEIRAS APLICADAS À ANÁLISE FUNDAMENTALISTA: PERSPECTIVAS PARA A TOMADA DE DECISÃO NOS INVESTIMENTOS EM AÇÕES DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

José Carlos Bornia  
Matheus Paes de Almeida

## RESUMO

O presente estudo tem como objetivo avaliar os indicadores financeiros fundamentalistas das ações do setor bancário mais negociadas na Bolsa de Valores B3. Para atender o objetivo proposto foram analisados, por meio do método da análise de conteúdo, seis principais indicadores fundamentalistas calculados a partir das demonstrações financeiras das cinco instituições bancárias mais relevantes na bolsa de valores B3 entre o período de 2013 a 2017. Conclui-se que a relevância das informações financeiras quando aplicadas à análise fundamentalista é extremamente importante para evidenciar o "preço justo" das ações de uma companhia a fim de auxiliar os investidores a potencializar seus rendimentos nesse tipo de investimento.

**Palavras chaves:** Análise Fundamentalista. Mercado de Capitais. Demonstrações Financeiras.

## ABSTRACT

*The objective of this study is to evaluate fundamentalist financial indicators of the banking sector's most traded stocks on the B3 Stock Exchange. To answer this question and reach the goal, through analysis method, six main fundamentalist indicators calculated from the financial statements of the five most relevant banking institutions on the B3 stock exchange between the period from 2013 to 2017 were analyzed. It is concluded that the relevance of financial information when applied to fundamentalist analysis is extremely important to evidence the "fair price" of a company's shares in order to assist investors to maximize their returns on this type of investment.*

**Keywords:** Fundamental Analysis. Capital market. Financial Statements.

## INTRODUÇÃO

Estudos através de ferramentas de análise de investimentos, como os indicadores de Análise Fundamentalista, são amplamente utilizados nesse mercado para a tomada de decisão na escolha de uma carteira mais rentável. Por isso, o mercado de capitais se torna um "laboratório" de pesquisas para as análises de ações, podendo testar teorias e refutar hipóteses, com um único objetivo: o de aperfeiçoar cada vez mais todo o conteúdo informacional dos indicadores financeiros das companhias analisadas (LOPES, 2002).

Alicerçado o conjunto de dados, informações e análises, e fundamentado nesse método, é possível traçar procedimentos quantitativos e qualitativos para a tomada de decisão em uma aplicação de recursos financeiros, a fim de relacionar o valor negociado no mercado com o valor justo, ou valor intrínseco, da ação de uma empresa, para uma possível análise dos rendimentos futuros. Portanto, a temática central desse estudo foi norteada pela seguinte pergunta: é possível identificar, através do método de análise fundamentalista, o "valor justo" das ações do setor bancário com a pretensão de obter uma rentabilidade anormal?

Sendo assim, o objetivo geral desse trabalho é avaliar os indicadores financeiros fundamentalistas das ações do setor bancário mais negociadas na Bolsa de Valores B3, permitindo ao investidor conhecer de maneira simples os benefícios desse método a fim de mitigar os riscos e aumentar suas rentabilidades. Além disso, visando o alcance do objetivo

geral, os objetivos específicos serão: compreender o funcionamento do Mercado de Capitais no Brasil, assim como definir a escola de Análise Fundamentalista sob perspectiva das informações financeiras; calcular os principais índices fundamentalista das ações selecionadas; e, analisar e apresentar os estudos a respeito do desempenho dos indicadores das ações das empresas estudadas e também os preços delas no mercado secundário.

Com finalidade de atingir os objetivos propostos, foi utilizada como metodologia a pesquisa descritiva de caráter explicativa e com natureza aplicada, através de procedimentos técnicos de levantamento bibliográfico, documental e estudo de caso, visto que os dados que serão extraídos das demonstrações financeiras para explicar uma possível rentabilidade anormal que algumas ações podem haver, conjuntamente com a análise de suas cotações passadas, chegar a um entendimento mais notório a respeito da Análise Fundamentalista, dado que o estudo em questão terá uma abordagem do método dedutivo, além de abordar qualitativa e quantitativamente os fatos.

## 1 LEVANTAMENTO TEÓRICO

### 1.1 MERCADO FINANCEIRO

O mercado financeiro é um segmento do mercado de fatores. Pinheiro (2009), define como sendo o ambiente ou procedimento que ocorre uma troca de ativos financeiros e, que também, determinam seus preços. O banco de investimento BTG Pactual (2017) descreve o mercado financeiro como um local onde há compra e venda de valores mobiliários, câmbio e mercadorias. Ainda expõe exemplos desses produtos citando as ações, opções, títulos, moedas estrangeiras, ouro, produtos agrícolas, etc. Frigieri (2003, p. 4) apresenta a definição de mercado financeiro.

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

É nesse ambiente onde ocorre a intermediação financeira de forma fragmentada, a partir de quatro divisões: mercado monetário, mercado de crédito, mercado cambial e mercado de capitais (ASSAF NETO, 2010). O Mercado de capitais é o ambiente onde avalia a relevância das informações financeiras aplicada à Análise Fundamentalista.

De acordo com Assaf Neto (2011) o quadro 1 a seguir apresenta um panorama geral da estrutura do Mercado Financeiro.

Quadro 1 - Estrutura do Mercado Financeiro

Estrutura do Mercado Financeiro		
Mercados	Atuação	Maturidade
Monetário	Controle dos meios de pagamentos (liquidez) da economia	Curtíssimo e curto prazos
Crédito	Crédito para consumo e capital de giro	Curto e médio prazos
Capitais	Investimentos e outras operações	Médio e longo prazos
Cambial	Conversão de moedas	À vista e curto prazo

Fonte: Assaf Neto (2011 p. 23).

O Mercado de Capitais, pode ser definido como o local em que são geradas as condições necessárias para que as companhias busquem recursos financeiros diretamente com os investidores interessados, por meio da emissão de ações ou títulos, a fim de financiar suas atividades e viabilizar investimentos (CVM, 2014). Nesse mercado, ocorre normalmente negociações com período de médio e longo prazo, e também sem prazo definido, compondo-se de títulos que representam uma fração do capital das entidades, vinculados às operações de crédito e sem intermediação financeira (ASSAF NETO, 2010).

## 1.2 MERCADO DE CAPITAIS

É atribuído ao mercado de capitais auxiliar as insuficiências de caixa para os investimentos dos agentes econômicos, mediante várias maneiras de financiamento a médio, longo e indeterminado prazos para capital imobilizado e para capital de giro da entidade. Com base nisso, é possível definir o mercado de capitais como sendo o local em que são geradas as condições necessárias para que as companhias busquem recursos financeiros diretamente com os investidores interessados, por meio da emissão de ações, subscrição de ações e títulos, entre outros ativos, a fim de financiar suas atividades e viabilizar investimentos (CVM, 2014).

Pinheiro (2009, p. 174) define mercado de capitais como:

[...] conjunto de instituições e de instrumentos que negociam com títulos e valores mobiliários, objetivando a canalização dos recursos dos agentes compradores para os agentes vendedores. Ou seja, o mercado de capitais representa um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem o propósito de viabilizar a capitalização das empresas e dar liquidez aos títulos emitidos por elas.

Logo, o mercado de capitais objetiva orientar e encaminhar os recursos poupadados dos indivíduos, sejam eles pessoas físicas ou jurídicas, para as companhias que necessitam do mesmo. É essa a intermediação financeira que gera parte de um crescimento econômico em um país, que influencia no efeito de aumento de renda da sociedade em geral, e em razão disso, os países que apresentam um maior desenvolvimento possuem os mercados mais consolidados e diversificados (QUIRINO, 2012).

Em Pinheiro (2009), o surgimento do mercado de capitais se deu ao fato que o mercado de crédito não atendia mais as necessidades das empresas produtivas em sua atividade a fim de assegurar um fluxo de capital de giro para atender o operacional no que diz a respeito de obrigações, despesas e custos. Por isso, a origem desse mercado foi motivado por dois fundamentos:

- Colaborar para o desenvolvimento econômico, estimulando capitais para os investimentos com o intuito de incentivar a formação da poupança privada; e
- Nortear uma estruturação de uma sociedade fundamentada em economia de mercado, com o objetivo de que essa sociedade seja ativa na acumulação de riqueza para melhores resultados da economia.

Esse mercado é composto por inúmeras instituições para intermediações de negócios. Dentre elas, se encontram as instituições financeiras não bancárias, instituições do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE) e instituições auxiliares. Logo, os principais agentes econômicos envolvidos nas operações do mercado de capitais são as corretoras de títulos e valores mobiliários, bolsas de valores e instituições autorizadas desse segmento.

O que predomina nesse mercado são os investimento de renda variável, na qual a rentabilidade nominal e a real são conhecidas apenas na liquidação do papel. Esses papéis são negociadas predominante em bolsa de valores e em mercado de balcão organizado.

### 1.3 ANÁLISE DE AÇÕES

Para proporcionar uma melhor negociação de compra ou venda de determinada ação de alguma empresa, sendo uma participação na sociedade dela, é preciso estudar e explorar detalhadamente vários fatores que podem influenciar a volatilidade dos preços nesse mercado ao longo do tempo. Para uma adequada compreensão desses fatores, existem dois tipos de análises, as chamadas Análise Fundamentalista e a Análise Técnica. Entretanto, as duas vertentes de análise se complementam, isto é, uma não substitui a outra, uma vez que a correlação adequada entre esses dois panoramas de análise aumentam a confiabilidade do estudo sobre a empresa em questão.

Pinheiro (2009) ressalta que os analistas dificilmente irão utilizar apenas um tipo de abordagem para realizar o estudo de um ativo. Sinteticamente, elas são empregadas concomitantemente, dado que a análise fundamentalista auxilia em recomendar as ações que serão investidos os recursos financeiros, ao passo que a análise técnica será para determinar o momento mais oportuno para entrar no investimento.

#### 1.2.1 Análise técnica de ações

A análise técnica é muito conhecida e utilizada também por investidores que compram e vendem ações no mesmo dia (*day-trade*), os chamados *day-trader*, que buscam ganhos a partir das variações nos preços das ações. Essa análise consiste em utilizar gráficos para prever os comportamentos das ações a partir da observação dos preços passados e volumes de transações (ASSAF NETO, 2011). Pinheiro (2009) corrobora que as negociações passadas é a base para as negociações futuras, assim sendo, uma totalmente dependente da outra. Dessa forma para Assaf Neto (2011), os gráficos reproduzem as oscilações dos valores e sua direção, para permitir a melhor oportunidade de uma compra ou uma venda da ação.

Como Lopes (2008, p. 35) coloca:

A análise técnica estuda os movimentos passados dos preços e dos volumes de negociação de ativos financeiros e commodities em bolsas, com o objetivo de fazer previsões sobre o comportamento futuro dos preços. Devido à intensa utilização de gráficos de preços e volumes, este enfoque de análise também é conhecido como análise gráfica, mas devemos lembrar que a análise técnica não se resume apenas na leitura de gráficos, já que pode-se elaborar uma planilha eletrônica (utilizando apenas números e equações) para analisar ações, commodities e derivativos.

Em síntese, a análise técnica fundamenta-se na apuração do passado para compreender o futuro.

#### 1.2.2 Análise fundamentalista de ações

A análise fundamentalista tem uma premissa a qual refere-se a existência de um valor justo, ou valor intrínseco, para a empresa embasada em seu desempenho econômico-financeiro (ASSAF NETO, 2011). Assim, é importante distinguir preço de uma ação do valor justo dela. Logo, preço se refere ao valor que a ação está sendo negociada no mercado diariamente, já valor justo ou valor intrínseco, remete ao valor “real” das ações de uma empresa, isto é, o valor presente de determinada ação é o que resultará nos rendimentos futuros do investimento realizado (CVM, 2014).

Segundo Pinheiro (2009), a análise fundamentalista se originou no final do século XIX e início do século XX, mas foi em 1929, em um curso ministrado por Benjamim Graham na Universidade de Columbia em Nova Iorque nos EUA, que surge a escola tradicionalista chamando-a de Análise Fundamentalista, que foi uma revolução na análise de investimentos em ações e é de grande importância até os dias atuais.

Essa metodologia de análise consiste em analisar todas as variáveis internas e externas à entidade. Desse modo, a avaliação dos fundamentos econômicos de uma determinada

empresa e seu respectivo desempenho no mercado de capitais, é possível uma previsão a partir de estudos das características específicas dessa entidade. Por isso, esse método pode ser divido em três áreas para a avaliação da empresa, sendo eles: a análise das demonstrações financeiras, dados e informações setorial da atividade a qual a companhia atua e a análise da conjuntura econômica do país (PINHEIRO, 2009).

Para o estudo dos fundamentos de uma companhia, utiliza-se os dados das demonstrações financeiras que são divulgados por ela. A partir de indicadores financeiros e econômicos, é possível criar uma justa relação entre os valores que a empresa apresenta, como o lucro, valor de mercado, preço e dívida. Se o objetivo é escolher a empresa que seja mais lucrativa e que apresente fundamentos mais satisfatórios, realizar uma análise de duas ou mais empresas permite essa observância para a tomada de decisão.

Segundo Debastiani e Russo (2008), esses indicadores fundamentalistas são calculados a partir de dados do balanço da companhia, que comparados ao longo do tempo é possível determinar qual foi o desempenho das atividades que ela exerceu, seja positivo ou negativo, e habitualmente, são calculados trimestralmente. Tendo em vista sua classificação, pode-se dividir os indicadores fundamentalista em dois grupos:

- Indicadores de balanço: utilizam dados apenas dos balanços e demonstrativos de resultado (DR) que são publicados trimestralmente, e por isso não se alteram até que a entidade divulgue um novo balanço;
- Indicadores de mercado: utilizam dados do balanço, assim como informações do mercado em sua base de cálculo, podendo assim seu valor se alterar diariamente devido a fatores advindos do mercado.

Desbastiani e Russo (2008) afirmam a necessidade sobre analisar os números presentes nas demonstrações financeiras de forma analítica, organizada e metódica, a fim de serem transformados em informações úteis por meio dos indicadores.

### 1.3 ESTUDOS CONTRIBUTIVOS PARA A ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

Tendo em vista que a Análise Fundamentalista visa estudar aspectos financeiros, setoriais e conjunturais, o foco do presente estudo será baseado apenas no que tange à informação financeira pertinentes às análises fundamentalistas.

Diante de produções de alta significância das pesquisas no âmbito do mercado de capitais, a seguir serão evidenciados alguns estudos sobre a relevância da Análise Fundamentalista em dois grupos: as literaturas internacionais e as literaturas nacionais.

#### 1.3.1 Evidências na literatura internacional

A denominação de Análise Fundamentalista se deu pela primeira vez no livro *Security Analysis* de Graham e Dodd, em 1934, na qual foi baseado em análises quantitativas, qualitativas e temporais das informações da empresa, visando a partir disso, identificar o desempenho da mesma para futuras tomadas de decisões financeiras. Assim, a partir dessas investigações, inúmeras pesquisas foram realizadas para atestar a eficiência desse método de análise.

Ball e Brown (1968) foram os precursores no reconhecimento da relação entre variáveis financeiros e econômicas e os efeitos sobre o retorno das ações no mercado. Certificaram que as margens de lucros anteriores se relacionavam positivamente com os retornos dos investimentos futuros, e além disso, esses retornos estavam acima do normal. Nessa mesma perspectiva, Beaver (1968) abordou em suas pesquisas a importância da informação contábil na interpretação do desempenho financeiro das empresas, chegando na conclusão da capacidade efetiva dessas informações.

Em uma pesquisa de Ou e Penman (1989) empregaram ferramentas de análise de demonstrações financeiras e constataram que um conjunto de indicadores financeiros possibilitam explicar futuros lucros dos retornos das ações. Assim como, Lev e Thiagarajan (1993) e Abarbanell e Bushee (1997) também analisaram evidências dos indicadores

financeiros que constantemente são usados por analistas, e mostraram que estas evidências são correlacionadas com os retornos que provêm das ações.

Rosenberg, Reid e Lansteisn (1984), Fama e French (1992,1993,1996) e Lakonishok et al. (1994) também estão de acordo que a relação entre o valor contábil do patrimônio líquido e o valor de mercado da ação, sendo identificado pela fórmula PL/P, é consideravelmente capaz de se relacionar com o desempenho futuro da ação no mercado. Em mercados desenvolvidos há inúmeras evidências que carteiras de ações com alto índice PL/P têm maiores retornos ao se comparar com carteiras com baixo índice PL/P.

Em estudos de Piotroski (2000) que também analisa o efeito do índice PL/P embasada na análise de demonstrações financeiras, identificou que o retorno médio adquirido pelo investidor com uma carteira de empresas selecionada com alto índice PL/P pode aumentar no mínimo 7,5% ao ano. Assim, Piotroski (2000) desenvolveu uma estratégia embasada essencialmente em informações financeiras.

Outras pesquisas internacionais também identificaram e confirmaram que variáveis da Análise Fundamentalista são bons indicadores do retorno das participações e do retorno excepcional e ainda fizeram análises estatística mostrando a relação que existe entre as margens de lucro e o retorno das ações, dentre eles destacam-se: Collins e Kothari (1989), Easton e Harris(1991), Charitou, Clubb e Andreou (2000). Por outro lado, em vez de analisarem as margens de lucro, Liu, Nissim e Thomaz (2002), Ertirmur, Livnat e Martikainen (2003) e Rees e Sivaramakrishnan (2007) exploraram a correlação presente entre a receita operacionais de vendas e o retorno acionário. Já Jagadeesh e Livnat (2006) reuniu essas informações e mostraram a eficiência positiva da relação efetiva presente entre o retorno das ações com a receita de vendas e os lucros das companhias.

De maneira geral, Chen e Zhang (2007) concluíram em suas pesquisas que os demonstrativos contábeis podem oferecer as informações sobre os fundamentos das empresas de capital aberto, e que porventura venha a se modificá-las, resultariam variações nos preços das ações.

### 1.3.2 Evidências na literatura nacional

Lopes (2002) concluiu em sua pesquisa que o papel das demonstrações financeiras como fornecedora de informações para o mercado capitais é extremamente importante para a avaliação dos investimentos, pois os números contábeis são capazes de explicar os preços correntes das ações no mercado. Assim, Lopes (2002, p. 90) conclui que “o *status* da contabilidade como linguagem dos negócios e fornecedora de informações depende diretamente de avaliações empíricas que possibilitem a verificação efetiva da utilização dos números contábeis por seus usuários”.

Nos estudos de Lima (2003) confirmou que, conforme abordando em literaturas internacionais (ROSENBERG, REID, LANSTEISN, 1984; FAMA, FRENCH 1992, 1993, 1996; LAKONISHOK et al, 1994), que o índice fundamentalista PL/P é fortemente correlacionado ao desempenho futuro da ação no mercado secundário, observando assim a importância desse tipo de análise no processo de investimentos. Nesse mesmo contexto, Galdi (2008) também evidencia que os resultados da pesquisa em Análise Fundamentalista indicam que a análise de demonstrações financeiras acrescenta uma maior credibilidade para uma simples seleção de empresas com PL/P positivos.

[...] sob as características específicas do mercado e do regime contábil brasileiro as estratégias de investimento baseadas em informações contábeis são úteis para a seleção de carteiras que gerem retornos anormais significativos (GALDI, 2008, p. 99).

Em uma pesquisa de Lopes (2006) demonstra que trabalhos realizados baseados em Análise Fundamentalista investigam a eficiência do mercado em relação à informação financeira para mercados emergentes a fim de obter retornos anormais. Assim, em seus resultados, foi evidenciado que a análise das demonstrações financeiras poderia segregar empresas com alto valor intrínseco em relação ao valor negociado no mercado, e com isso seria possível separar ganhadores e perdedores no Brasil.

Outras literaturas nacionais estão apresentadas no Quadro 2, que identificaram e confirmaram que variáveis da Análise Fundamentalista são bons indicadores do retorno das ações e do retorno excepcional.

Quadro 2 – Evidências na literatura nacional (continua)

Autores	Ano	Título	Objetivo Geral	Conclusões
Costa Jr. e Neves	2000	Variáveis Fundamentalistas e os Retornos das Ações	Verificar a influência de três variáveis fundamentalista (Valor de mercado, índice preço/lucro e índice valor patrimonial/preço), além do coeficiente beta, na explicação da rentabilidade média das ações presente na Bovespa.	No período analisado, pôde-se constatar que existiu uma influência significativa destas variáveis no apreçoamento das ações. Contudo, beta continuou sendo a principal variável na explicação da relação risco-retorno.
Pereira e Eid Junior	2002	Medidas de criação de valor e retorno das ações	Testar se cinco diferentes indicadores de geração de valor são relevantes na definição da rentabilidade das ações no mercado de capitais brasileiro e, consequentemente, na geração de valor para os seus acionistas.	Encontraram baixa correlação entre o retorno acionário e os indicadores usados – ROE, ROI, LAJIRDA, RR e RRA -, mas enfatizaram quanto a sua capacidade de servir como ferramenta de gestão.
Scalabrin e Alves	2003	Os indicadores contábeis podem prever a geração de valor?	Avaliar a capacidade de previsão de criação de valor das empresas brasileiras, com ações negociadas em bolsa, através dos índices contábeis, mais comumente utilizados, que são: indicadores de liquidez, endividamento, rotatividade e rentabilidade.	Dois indicadores contábeis (LC e ROE) apresentaram significância na explicação do valor de mercado das empresas.
Nagano, Merlo e Silva	2003	As variáveis fundamentalistas e seus impactos na taxa de retorno de ações no Brasil	Verificar se outras variáveis fundamentalistas, além da variável beta, são importantes na explicação das variações nas rentabilidades dos ativos.	Foram encontradas variáveis mais significativas que o beta na explicação do retorno acionário (lucro/preço, valor de mercado, valor patrimonial/preço e a liquidez em Bolsa).
Caselani e Caselani	2006	Direcionadores financeiro e não financeiros: impactos na geração de valor	Identificar, dentre um conjunto de direcionadores, aqueles que impactam o potencial de geração de valor das empresas brasileiras negociadas na Bovespa.	A combinação de indicadores financeiros (alavancagem e MO) com não financeiros faz-se necessária para explicar a geração de valor.
Cunha e Lustosa	2007	Medidas de desempenho: um estudo sobre a importância do lucro contábil e do fluxo de caixa das operações no mercado de capitais brasileiro	Verificar como reage o Mercado de Capitais Brasileiro, em termos relativo e incremental, às variáveis contábeis lucro e fluxo de caixa das operações, sob diferentes intervalos de tempo.	Os resultados indicam que o lucro contábil aparece como melhor medida de desempenho em períodos trimestrais, mas ao se prolongar o intervalo de tempo analisado (anual) o fluxo de caixa das operações apresenta maior relação com o retorno das ações.

Bastos, Nakamura, David e Rott	2009	A relação entre o retorno das ações e as métricas de desempenho: evidências empíricas para as companhias abertas no Brasil	Testar as hipóteses sobre a importância dos indicadores de desempenho na criação de valor para o acionista.	O indicador de desempenho que obteve os melhores resultados foi o Fluxo de Caixa Operacional, seguido do Retorno sobre o Investimento e do Lucro por ação.
Aguiar, Pimentel, Rezende e Corrar	2011	Análise dos direcionadores de valor em empresas brasileiras	Identificar e analisar os direcionadores de valor mais representativos para o conjunto de empresas incluídas na amostra e por setor – indústria, serviços e comércio.	Os resultados demonstram que os direcionadores de valor mais relevantes para o conjunto das empresas foram “lucro operacional” e “investimento em capital de giro”. Além disso, existem diferenças entre empresas que atuam em diferentes setores – indústria e serviços – quanto aos principais direcionadores de valor.
Villaschi, Galdi e Nossa	2011	Análise fundamentalista para seleção de uma carteira de investimento em ações com baixa razão book-to-market	Verificar se uma análise fundamentalista desenvolvida para empresas LBM ( <i>growth firms</i> ) brasileiras é eficaz em diferenciar as empresas com retornos anormais positivos ( <i>winners</i> ) das empresas com retornos anormais negativos ( <i>losers</i> ) listadas na Bovespa.	Os resultados indicam que o modelo apresentado por Mohanram (2005) e reproduzido no mercado brasileiro é estatisticamente significante e que as variáveis relevantes para o modelo são ROA, LL, P CAPEX, além de uma variável dummy.
Galdi e Lopes	2011	Avaliação de ações e números contábeis: aplicação dos modelos de Zhang (2000) e Zhang e Chen (2007) no mercado brasileiro.	Analizar a relevância das informações contábeis no retorno das ações no mercado brasileiro, de acordo com o modelo proposto e testado por Zhang & Chen (2007) no mercado norte-americano.	Variáveis como LL, variação da rentabilidade, capital investido, variação da oportunidade de crescimento e taxa de desconto mostraram-se significantes estatisticamente na predição do retorno acionário.

ROE, *return on equities*; ROI, *return on investment*; LAJIRDA, lucro antes de juros, imposto de renda, depreciação e amortização; RR, retorno residual; RRA, retorno residual ajustado; PCT, participação do capital de terceiros; IPL, imobilização do patrimônio líquido; LG, liquidez geral; LC, liquidez corrente; EVA®, *Economic Value Added*; RA, retorno anormal; CAPM, *capital asset pricing model*; MO, margem operacional; LPA, lucro por ação; P\_Capex é a divisão da aplicação no ativo permanente pelo ativo total em  $t_0$ ; LL, lucro líquido.

Fonte: Elaboração própria adaptado de Malta e Camargos (2016).

Os apontamentos dos resultados das produções científicas, portanto, demonstra que as justificativas quanto ao uso da Análise Fundamentalista possibilita que o investidor ou o analista gere um grande valor informacional e alcance taxas de retornos em sua carteira que exceda os índices presente no mercado brasileiro, como o Ibovespa<sup>1</sup> (BEIRUTH et al., 2007).

## 2 METODOLOGIA

A elaboração da metodologia está dividida em três partes. A primeira apresenta a finalidade teórica desta pesquisa e sua classificação metodológica. Já a segunda expõe a base de dados coletados para a construção da pesquisa. Na terceira parte, demonstra a metodologia

1 Índice Ibovespa é indicador mais importante do Brasil que mostra o desempenho médio das ações mais negociadas e representadas no mercado acionário.

de cálculo que os dados serão trabalhados através dos indicadores fundamentalistas. E na quarta a metodologia que será empregada para a análise.

## 2.1 MODELO TEÓRICO E CLASSIFICAÇÃO METODOLÓGICA

Com a finalidade de demonstrar a eficiência da análise fundamentalista para os investimentos em ações no mercado acionário brasileiro, foi baseada na hipótese de que o valor presente, ou o valor justo, de determinada ação é o que resultará nos rendimentos futuros do investimento realizado, que pode ser analisado pelos indicadores fundamentalistas.

Logo, para atingir os objetivos propostos, foi utilizada como metodologia a pesquisa descritiva de caráter explicativa e com natureza aplicada, tudo isso através de procedimentos técnicos de levantamento bibliográfico, documental e estudo de caso, visto que os dados que serão extraídos das demonstrações financeiras para explicar uma possível rentabilidade anormal que algumas ações podem haver, conjuntamente com a análise de suas cotações passadas, chegar a um entendimento mais notório a respeito da Análise Fundamentalista, dado que o estudo em questão terá uma abordagem do método dedutivo, além de abordar qualitativa e quantitativamente os fatos.

## 2.2 BASE DE DADOS

Foram utilizados, do período de 2013 a 2017, dados de cinco empresas do setor bancário mais negociadas na Bolsa de Valores B3 no 2017 segundo Azevedo (2017) na Revista Exame®, e que fazem presença no Índice Bovespa, exceto uma (ABC Brasil), sendo o indicador mais importante do Brasil que mostra o desempenho médio das ações mais negociadas e representadas no mercado acionário. Foram coletos os dados presentes nas demonstrações contábeis para a elaboração dos indicadores nos sites Fundamentus® e Economática®, e as cotações diárias coletadas no site InfoMoney® das seguintes empresas:

Quadro 3 – Empresas que compõem o estudo

Código B3	Ação
ITUB4	Itaú Unibanco Holding S/A
BBDC4	Bradesco S/A
BBAS3	Banco do Brasil S/A
SANB11	Santander S/A
ABCB4	ABC Brasil S/A

Fonte: Elaboração Própria (2018).

A partir desse levantamento dos dados, os mesmos serão analisados a partir dos indicadores fundamentalistas, que serão apresentados no próximo tópico sua formulação e interpretação.

## 2.3 INDICADORES FUNDAMENTALISTAS

Considerando-se a classificação proposta no levantamento teórico desta pesquisa, pode-se dividir os indicadores fundamentalista em dois grupos, indicadores de balanço e indicadores de mercado, que serão detalhados a seguir. A escolha de seis indicadores se deu ao fato, segundo Wawrzeniak (2018), de que são eles os mais utilizados por analistas do mercado de capitais, justificados por apresentarem resultados confiáveis e uma boa aplicação empírica para a tomada de decisão dos investidores. Para o cálculo de cada indicador foi utilizado dados dos balanços anuais das empresas selecionadas.

### 2.3.1 Indicadores de Balanço

#### 2.3.1.1 Margem Líquida (ML)

Esse indicador irá demonstrar o quanto de Vendas Líquidas permaneceu na entidade como Lucro Líquido. É a divisão do lucro líquido, sendo a subtração de todas as despesas e encargos tributários, pelas vendas líquidas, que são descontadas todas as deduções presentes na receita bruta.

$$ML = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Vendas Líquidas}} \times 100 \quad (1)$$

Esse indicador é ótimo para comparação entre empresas do mesmo ramo de atividade. Isso porque ao realizar esse tipo de comparação é possível observar sob um conjunto de fatores, como custos, despesas, demandas e receitas, do mesmo setor e ver a performance sobre as vendas de cada companhia.

Se ao longo do tempo observar que a Margem Líquida está em crescimento, será possível concluir que a entidade está melhorando sua performance e gerando mais lucros, podendo ser até mesmo com o mesmo volume de vendas (DESBASTIANI; RUSSO, 2008).

#### 2.3.1.2 Valor Patrimonial da Ação (VPA)

O indicador VPA diz sobre o valor contábil de cada ação, isto é, o valor real e intrínseco da parcela mínima do seu patrimônio líquido.

$$VPA = \frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{Quantidade de ações}} \quad (2)$$

Normalmente as ações de uma entidade são negociadas acima do seu VPA. Isso acontece porque o mercado acredita no potencial dessa companhia, ao passo de aceitar a pagar mais sobre o seu valor real, o seu valor contábil. Ao contrário isso também se aplica, se o valor da ação de determinada empresa no mercado esteja abaixo do seu VPA, é possível concluir que mercado não confia em seus fundamentos e no potencial dela (DESBASTIANI; RUSSO, 2008).

Todavia, é preciso ter cautela ao utilizar esse indicador. Quando o valor de uma ação está muito acima do VPA é dever do investidor analisar melhor, pois esse valor pode ser simplesmente uma fase especulativa do mercado, não havendo fundamento algum para ser sustentado ao longo do tempo. Assim, expor um capital nessas condições é assumir um risco extremamente elevado, pois um retorno do ativo a seu preço justo já é visto como uma desvalorização da sua carteira (DESBASTIANI; RUSSO, 2008).

#### 2.3.1.3 Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)

ROE é uma sigla para o termo em inglês que significa *Return on Equity*, sendo o indicador que apresenta a capacidade de uma empresa agregar valor ao seu negócio com o seu próprio recurso e com o capital dos acionistas.

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100 \quad (3)$$

Segundo o que é apresentado na fórmula, é o quanto a empresa obteve de lucro em relação ao seu capital próprio. O papel desse índice é mostrar qual o percentual de rendimento do capital próprio da companhia, a fim de comparação com outros tipos de investimentos, como CDBs, ações, fundos de investimentos, etc (ASSAF NETO, 2002).

### 2.3.2 Indicadores de Mercado

#### 2.3.2.1 Relação Preço/Valor Patrimonial da Ação (P/VPA)

O intuito desse indicador é medir quantitativamente o ágio ou deságio que o mercado está disposto a pagar pela ação.

$$P/VPA = \frac{\text{Cotação da Ação}}{\text{Valor Patrimonial da Ação (VPA)}} \quad (4)$$

O P/VPA será capaz de evidenciar um potencial futuro da companhia em distribuir dividendos. Por isso, quanto maior for esse indicador, maior será o potencial da empresa em distribuir o lucro e assim identificar também uma sobrevalorização ou não da ação. O ideal para esse índice é que ele seja maior que 1, revelando um ágio nas negociações (DESBASTIANI; RUSSO, 2008).

#### 2.3.2.2 Relação Preço/Lucro (P/L)

Muito utilizado pelos analistas fundamentalistas, esse indicador vem abordar sobre o tempo de retorno do investimento em anos.

$$P/L = \frac{\text{Cotação da Ação}}{\text{Lucro por ação (LPA)}} \quad (5)$$

Quanto menor for o valor do P/L, melhor. Por isso, quando essa relação estiver decrescendo ao longo dos trimestres conjuntamente com o aumento do Lucro Líquido da companhia, indicará que os anos necessários para se apropriar dos retornos do investimento está decrescendo, o que sugere a ação atraente para compra. Um P/L baixo também indica que a ação está barata. Todavia, a compra só deve ser realizada se outros índices fundamentalistas apontarem para uma futura valorização do título (DESBASTIANI; RUSSO, 2008).

#### 2.3.2.3 Dividend Yield (DY)

Muito utilizado pelos analistas fundamentalistas, esse indicador é para os indicadores que compram ações para receber dividendos.

$$DY = \frac{\text{Valor dos Dividendos}}{\text{Cotação da Ação}} \times 100 \quad (6)$$

Esse indicador evidencia, de forma percentual, o quanto do preço da ação está sendo distribuído aos acionistas na forma de dividendos. Permite assim, o investidor acompanhar a evolução da política de distribuição de dividendos pela empresa, e com isso, o quanto ela está disposta a ampliar esse pagamento. Sendo assim, quanto maior o valor ao longo do tempo, melhor (DESBASTIANI; RUSSO, 2008).

### 2.4 METODOLOGIA DE ANÁLISE

Para analisar os dados foi utilizado o método de análise de conteúdo. A análise de conteúdo, conforme Bardin (2011) aborda, destaca um conjunto de procedimentos de análise de comunicações, podendo ser através de falas ou textos. Logo, esse tipo de análise é constituída por etapas sistemáticas e objetivas que descrevem o conteúdo da mensagem dos indicadores quantitativos, e também qualitativos, possibilitando assim a inferência de conhecimentos sobre os dados coletados.

Por conseguinte, seu objetivo é qualificar as práticas do sujeito, assim como registrar compreensões a respeito do objeto em estudo e seus fenômenos. Por isso, na concepção de Oliveira et al. (2003) a análise de conteúdo proporciona uma análise das expressões sociais sobre determinado objeto.

A preferência pela escolha deste método é justificada pela necessidade de desenvolver e enriquecer a leitura dos dados e suas significações, além de uma melhor apreensão da realidade visível, bem como a realidade invisível, visto que a interpretações podem ser

identificadas em um contexto na qual estão manifestadas nas induções dos resultados, contendo assim diversos significados.

Foram selecionadas para a análise as cinco empresas no setor financeiro/bancário que mais possuem negociações e representatividade na bolsa de valores B3, com o propósito de identificar qual companhia pode ser mais vantajosa que o outra em um investimento. A coleta dos dados através das demonstrações financeiras e da base de dados da Economática® do período de 1º de Janeiro a 31 de Dezembro de 2017, foram estudadas e comparadas por meio da análise de conteúdo, a fim de demonstrar quais são as ações mais relevantes e atraentes para os investidores, considerando seu indicadores fundamentalistas e seu valor de mercado.

### 3 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

#### 3.1 INDICADORES DE BALANÇO

O primeiro indicador a ser analisado será a Margem Líquida (ML) das empresas. Esse indicador irá demonstrar o quanto de Vendas Líquidas permaneceu na entidade como Lucro Líquido.

Como abordado na metodologia de cálculo, é um indicador ótimo para comparação entre empresas do mesmo ramo, que no caso o setor bancário. A comparabilidade é possível devido ao conjunto de custos, despesas e receitas serem a mesma para as cinco empresas estudadas. Logo, a Margem Líquida evidencia as sobras líquidas sobre as receitas líquidas, vendo assim o percentual que sobrará para os acionistas da empresa, assim quanto maior a Margem Líquida melhor para a empresa e para os investidores.

Conforme o gráfico 1 acima, identifica que as entidades que obtiveram as maiores margens líquidas foram os bancos ABC Brasil e Itaú Unibanco, respectivamente. É possível observar a consistência dos percentuais do Itaú Unibanco, variando entre 14,04% a 16,86%, sendo sua média de 15,29%, devido a gestão estratégica de controle de custos, despesas e inadimplências, com resultados de vendas consistentes (TREVISAN, 2017). Já no banco ABC Brasil apresentou uma grande discrepância de um ano para o outro, principalmente de 2015 para 2016, isso devido ao aumento de clientes corporativos de alta renda, segunda a Revista Valor Econômico® (2017). Porém, com uma ML média maior que a do Itaú Unibanco, sendo de 18,10%.

Banco do Brasil e Bradesco com resultados ao longo do tempo em queda, com ML médio em 9,62% e 12,3%, respectivamente, evidenciando uma queda na performance de lucros e intermediações financeiras desses dois bancos. Ao contrário disso, o banco Santander, mesmo com uma ML baixa, houve uma perspectiva de crescimento ao longo dos cinco anos, com uma variação de 271% e ML médio de 6,61%, isso devido a expansão das operações de crédito e receitas operacionais de tesouraria (MOUREIRA, 2018). Além disso, esse crescimento ao longo do tempo demonstrou que a empresa está melhorando sua performance e gerando mais lucros com o mesmo volume de vendas.

De uma forma geral, os VPAs das companhias bancárias tiveram leves aumentos, mantendo um crescimento baixo, porém consistentes. Duas exceções a regra foram no banco Santander, que obteve uma variação de crescimento entre 2013 e 2014 de 108% e no banco Bradesco que teve uma pequena queda de 8,6% em 2015.

Todavia, para uma melhor análise do VPA das entidades, é preciso compará-los com o valor médio que estavam sendo negociado no mercado secundário, mais especificamente na bolsa de valores B3, para assim identificar quais empresas podem estar supervalorizadas ou subvalorizadas. No gráfico 3 apresenta os valores médios das cotações das ações negociadas no mercado.

Na Tabela 1 retrata uma comparação do Valor Patrimonial da Ação e o valor que foi negociado na bolsa de valores durante os anos que está sendo estudado.

Tabela 1 – Comparativo entre VPA e Cotação Média na B3

Companhias	2013		2014		2015		2016		2017	
	VPA	Cotação B3								
Itaú Unibanco	16,74	29,80	18,19	29,70	18,75	28,39	20,48	29,54	22,09	32,54
Bradesco	17,14	20,11	19,56	21,17	18,01	20,27	18,99	21,22	19,27	22,97
Banco do Brasil	26,66	26,96	29,82	25,78	30,09	22,44	31,44	23,32	35,33	24,56
Santander	5,00	14,45	10,40	14,09	10,56	14,96	11,21	19,93	11,61	28,80
ABC Brasil	13,41	13,13	14,38	13,47	15,14	12,29	15,76	12,58	17,30	13,20

Fonte: Elaboração Própria (2018).

Observa-se que há uma variação entre o VPA e o valor no mercado em todas as empresas avaliadas. Isso é comum pois o que determina o valor no mercado das ações é a oferta e demanda dos investidores ativos na bolsa.

A respeito dos bancos ABC Brasil e Banco do Brasil, suas ações na bolsa estão sendo negociadas abaixo do seu valor patrimonial, traduzindo que o mercado está pagando por uma participação nelas menos o que realmente valem. Isso mostra que quando o valor da ação está sendo negociada abaixo do seu VPA, ela está subvalorizada, podendo significar que o mercado não acredita nessas empresas e nem em seu potencial crescimento futuro.

Por outro lado, as ações do Itaú Unibanco, Bradesco e Santander, estão supervalorizadas, evidenciando que estão sendo negociadas no mercado por valores maiores que seu valor real ou intrínseco. Demonstra assim, que o mercado acredita no potencial crescimento dessas empresas, para só assim aceitar a pagar ágio sobre seu valor contábil.

É interessante destacar que o percentual de crescimento do valor das ações no mercado do banco Santander entre os cinco anos analisado foi de 99%, evidenciando que se um investidor comprou uma ação em 2013 por R\$ 14,45, em 2017 suas ações estão valendo R\$ 28,80 cada. Segundo estão o Bradesco que obteve um crescimento de 14% e Itaú Unibanco com 9%.

No entanto, é necessário que o investidor deva analisar cautelosamente esse índice. O valor da ação negociada no mercado muito acima do seu VPA, ou seja, do seu valor real, pode apenas apresentar um momento especulativo de mercado não contendo fundamentos sólidos o bastante para a consistência desse valor por muito tempo. Assim, não se deve utilizar esse indicador para ser o determinante da tomada de decisão na compra e venda de ações no mercado, e sim apenas mais uma ferramenta que combinada a outras, chegar a uma conclusão mais racional para o investimento (DEBSTITANI; RUSSO, 2008).

Para as empresas Itaú Unibanco e Bradesco, foram as que apresentaram o maior percentual dentre as cinco empresas analisadas. O banco Itaú Unibanco obteve uma média anual de 19,62%, já o banco Bradesco uma média de 17,58%, isso significa que a cada R\$ 100,00 de capital próprio investido, R\$ 19,62 terá de retorno para a empresa Itaú Unibanco em forma de lucro. Portanto, com uma representatividade alta do lucro sobre o patrimônio líquido da empresa, ela se torna mais interessante para o alcance de novos investidores.

Em 2016, novamente o Banco do Brasil teve uma queda de 47% nesse índice devido ao decréscimo em seus lucros, como visto anteriormente os motivos, e não conseguindo se recuperar em 2017 para o mesmo patamar que estava em 2015. Segundo Pinheiro (2009), a consequência disso para o futuro preço da ação no mercado poder ser a sua queda gradativa, caso a empresa não consiga recuperar seus lucros nos períodos posteriores.

### 3.2 INDICADORES DE MERCADO

O primeiro indicador de mercado a ser analisado é o que está apresentado no, a relação do preço de cotação da ação no mercado com o Valor Patrimonial dessa mesma ação (P/VPA).

Visto que o P/VPA representa quantitativamente o ágio ou deságio que o investidor está disposto a pagar pela ação, ele será capaz de evidenciar um potencial futuro da companhia em distribuir dividendos.

Para o Itaú Unibanco e Bradesco o mercado está pagando pelas ações um preço superior ao seu Patrimônio Líquido, isso significa que a média desse índice para essas duas empresas está acima de 1, sendo 1,64 e 1,35 respectivamente, de modo que o mercado aceita a pagar um valor a mais pela ação do que vale o patrimônio da empresa.

Já para o banco ABC Brasil, o índice apresentou o pior número, visto que o mercado está aceitando a pagar em média apenas 40% do seu patrimônio total. Assim, a empresa não está bem avaliada pelo mercado, devido a uma baixa performance em seus resultados e também aos concorrentes que podem prejudicar seus negócios, não sendo atrativo aos investidores comprar essa ação.

Assim como analisado no indicador VPA, a relação P/VPA muito elevado pode apenas apresentar um momento especulativo de mercado não contendo fundamentos sólidos o bastante para a consistência desse valor por muito tempo e gerar altos riscos nos investimentos.

O indicador da relação Preço/Lucro (P/L) está apresentado no gráfico 6. Este é um dos indicadores mais preferidos pelos acionistas fundamentalistas, pois indica o tempo de retorno do investimento em anos, que evidentemente quanto menor, melhor.

O resultado mais expressivo foi a do banco Santander, com uma máxima de quase 15 anos em 2016 para ter o retorno de investimento. O que chama atenção nesse caso é seu número muito elevado, mostrando que o investidor terá que esperar todo esse tempo para obter retorno de seu investimento.

Já o P/L do Banco do Brasil e ABC Brasil é o mais considerável, visto que normalmente o horizonte de investimentos em ações para os investidores são de 3 a 7 anos. E como visto nesses dois bancos, o horizonte para obter o retorno de investimento em ações do ABC Brasil são de quase 4 anos e do Banco do Brasil são um pouco mais de 7 anos.

O Banco do Brasil apresentou uma queda brusca de -390% em 2015 em relação ao período anterior e manteve baixo em 2017 comparado aos outros bancos, devido a recessão econômica e também pelo aumento das despesas administrativas que fez com que o lucro líquido da empresa encolhesse e, consequentemente, pagasse menos dividendos (MOREIRA, 2016).

Bancos maiores como o Itaú Unibanco e Bradesco apresentam um DY relativamente estável ao longo do tempo, isso por serem bons pagadores de dividendos e a cada ano apresentarem lucros maiores que anos anteriores, porém o ideal mesmo é sempre um crescimento nesse índice, que no caso não está acontecendo.

Por fim, o banco espanhol Santander, conhecido por pagar bons dividendos, apresentou um DY com uma oscilação aparentemente grande, mas não prejudicando seus investidores por ter uma média do DY boa comparado aos outros bancos. Ao longo dos cinco anos o banco apresentou um lucro crescente em seu resultado, apontando que ação está ganhando valor e com grande potencial de distribuição de mais proventos aos seus acionistas.

### 3.3 CONCLUSÃO DA ÁNALISE

Para uma melhor conclusão da análise, na Tabela 2 é apresentado a média dos indicadores utilizados das cinco empresas estudadas nessa pesquisa entre os anos de 2013 e 2017.

Tabela 2 – Média dos indicadores fundamentalistas no período de 2013 a 2017

	Itaú Unibanco	Bradesco	Banco do Brasil	Santander	ABC Brasil
ML (%)	15,29	12,03	9,62	6,61	18,10
VPA (R\$)	19,25	18,59	30,67	9,76	15,20
Cotação das Ações (R\$)	29,99	21,15	24,61	18,45	12,93
ROE (%)	19,72	17,58	14,09	9,20	13,64
P/VPA	1,64	1,35	0,80	0,95	0,43
P/L	8,50	7,89	6,14	10,44	3,19
DY (%)	5,92	4,88	3,03	5,73	6,56

Fonte: Elaboração Própria (2018).

Os resultados médios da instituição financeira Itaú Unibanco são consideravelmente ótimos em comparação às outras empresas, visto que suas ações já estão sendo negociadas acima do seu Valor Patrimonial, o que mostra que o mercado está disposto a pagar mais em suas ações do que o que elas realmente valem, devido aos seus fundamentos consistentes e alto P/VPA para um potencial alto, comparado às outras companhias, para a distribuição de dividendos. O *Dividend Yield* foi o segundo maior da carteira, isso significa que em média 5,92% de cada ação está sendo distribuído na forma de dividendos, sem levar em conta a valorização do preço ação. Já o P/L ficou na média 8 anos. Em segundo lugar, com o indicador de Margem Líquida de 15,29% e em primeiro lugar para o Retorno sobre o Patrimônio Líquido, de 19,72%.

O Bradesco foi a instituição que apresentou, em geral, o segundo melhor resultado do presente estudo. Isto porque suas ações já estão sendo negociadas acima do seu Valor Patrimonial. O *Dividend Yield* mesmo sendo o quarto maior da carteira, é um bom pagador de dividendos, não está muito atrás dos demais bancos, sendo assim em média 4,88% de cada ação está sendo distribuído na forma de dividendos, sem levar em conta a valorização do preço ação. O P/L ficou em média de 7 anos. Em terceiro lugar, com o indicador de Margem Líquida de 12,03% e em segundo lugar para o Retorno sobre o Patrimônio Líquido, de 17,58%, e para a relação P/VPA de 1,35, indicando um potencial alto para a distribuição de dividendos.

Em relação ao Banco do Brasil, demonstrou-se que suas ações foram negociadas abaixo do seu Valor Patrimonial, e quando isso acontece há indícios de que o mercado não acredita nessa empresa nem em seu potencial crescimento. O banco apresenta o maior VPA de todos, isso porque é uma estatal do Governo Federal do Brasil com sociedade mista e por ser também a instituição bancária mais antiga do território brasileiro, com 210 anos, apresentando assim um grande Patrimônio Líquido. Já o *Dividend Yield* foi o menor da carteira, com média de 3,03%, o que significa que o investidor ao longo do tempo está recebendo um baixo rendimento por suas ações, devido ao recuo do resultado da performance do banco. O P/L ficou na média de 6 anos. Em terceiro lugar, com o indicador de Margem Líquida de 9,62% e também para o Retorno sobre o Patrimônio Líquido, de 14,09%. A relação P/VPA foi abaixo de 1, visto que o mercado está aceitando a pagar em média apenas 80% do seu patrimônio total. Assim, a empresa não está bem avaliada pelo mercado, devido a uma baixa performance em seus resultados, tais como a queda do lucro líquido em 2016.

Uma notória performance positiva no desempenho dos índices foi a do banco Santander. Apesar que os valores dos índices não serem tão bons como a do Itaú Unibanco, todos eles apresentaram uma elevação ao decorrer dos cinco anos. O mais expressivo foi o P/L, evidenciando um horizonte de retorno médio de 10 anos para o investimento, sendo um valor não tão bom. Todavia, isso demonstra que a empresa está investindo em suas operações, como também disse seu CEO Sérgio Rial (2018), e que, consequentemente, há um grande potencial de crescimento durante os anos, por isso o prazo de retorno é o mais longo comparado aos outros bancos. Logo, essa informação é fundamentada pelos outros indicadores que estão em crescimento, e notável pela sua cotação no mercado ser maior que seu VPA e com *Dividend Yield* sendo o terceiro maior da carteira de 5,73%, bem próximo ao banco Itaú Unibanco.

Por fim, o banco ABC Brasil apresentou a melhor Margem Líquida, em 18,10%, comparada aos outros bancos, isso porque é um banco menor que os demais, e que consequentemente tem-se uma menor despesa. Para os demais indicadores é possível chegar a uma conclusão que a empresa por ter um bom desempenho no futuro e pagar bons dividendos, mas ainda não está tão claro para o mercado devido ao seu valor de mercado estar sendo negociado menos do que realmente vale (VPA), e justificado também por haver outras ações com melhores resultados como demonstrado nesse estudo.

Com base na análise dos resultados e na comparação dos indicadores entre as instituições financeiras estudadas, as companhias mais atrativas para investir são Itaú Unibanco e Bradesco, pois auferiram excelentes resultados, evidenciando que possuem uma boa saúde financeira, sendo empresas sólidas no mercado brasileiro, o que transmite maior segurança ao acionista. Mas também, tendo em vista que investimentos em ações são para investidores com perfil mais agressivo, outra aplicação recomendável para o longo prazo, segundo esse estudo, é nas ações do banco Santander, devido a suas taxas de crescimento durante os últimos anos. Então, para comprar, ou até mesmo vender qualquer ação, competirá ao investidor analisar dados confiáveis antes qualquer tomada de decisão.

## **CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Sempre a expectativa dos investidores é alcançar retornos positivos de seus investimentos a partir de um ponto de vista racional do comportamento que é avesso aos riscos. Por isso, ferramentas, técnicas e métodos são utilizados para conduzir as tomadas de decisões nessas aplicações financeiras em ações de empresas de capital aberto, buscando fornecer análises concretas sobre o desempenho econômico-financeiro dessas companhias.

Enquadrado nesse contexto, essa pesquisa teve como objetivo avaliar os indicadores financeiros fundamentalistas das ações do setor bancário mais negociadas na Bolsa de Valores B3, permitindo ao investidor conhecer de maneira simples os benefícios desse método a fim de reduzir os riscos e aumentar suas rentabilidades. Para isso, foi reunido os principais indicadores fundamentalistas que os analistas de mercado utilizam a fim de demonstrar quais ações são as mais viáveis para a aplicação de recursos.

A pesquisa evidenciou a relevância da informação financeira na análise fundamentalista de investimentos em ações. Foram encontrados inúmeros estudos bibliográficos que foram apresentados neste trabalho, provaram a eficiência e a capacidade de que a informação financeira aplicada na análise de ações pode trazer retornos anormais em uma carteira de investimentos. A título de exemplo no âmbito internacional, foi visto que os precursores Ball e Brown identificaram que as margens de lucros anteriores se relacionavam positivamente com os retornos dos investimentos futuros.

Desse modo, por meio da análise dos indicadores fundamentalistas, foi possível responder à pergunta sugerida: é possível identificar, através do método de análise fundamentalista, o “valor justo” das ações do setor bancário com a pretensão de obter uma rentabilidade anormal? Uma vez que os dados das demonstrações financeiras foram analisados minuciosamente através dos indicadores apresentados, a resposta a essa pergunta é sim, pois foi possível identificar os fatores que podem influenciar na tomada de decisão do investidor, e assim chegar na conclusão quais ações podem estar supervalorizadas ou subvalorizadas pelo mercado, a fim de definir quais delas estão com um valor justo para adquiri-las. Em contrapartida, o investidor que não se utiliza dessas ferramentas e informações está sujeito aos erros em suas avaliações de ações e exposto ao um risco de investimentos que, se utilizado esse método, pode ser manejado.

Em síntese, pode-se concluir que, os resultados evidenciam a importância da divulgação das informações financeiras das companhias brasileiras com ações em bolsas de valores, que são necessárias para os investidores e analistas potencializar seus rendimentos nesse tipo de investimento. A presente pesquisa contribui, assim, para fundamentar a importância da informação financeira no uso do método de Análise Fundamentalista de ações a fim de

predição do retorno acionário, a qual pode ser obtido. Logo, o objetivo deste estudo foi atingido, pela identificação das ações com grande potencial de retorno demonstrado através da informação financeira aplicada na Análise Fundamentalista.

Assim sendo, vale ressaltar que essa análise, como muitas outras, não garantem um resultado consistente. A não possibilidade da previsão do futuro, admitiu que o propósito dessa pesquisa foi estudar o passado das instituições bancárias, sendo necessário também avaliá-las concomitantemente com outras informações, tais como, macroeconômicas, políticas, setoriais e riscos atrelados, para só assim planejar estratégias reais para uma maximização dos retornos de uma carteira de ações. Dessa forma, para próximas pesquisas sugere-se uma modelagem econométrica para identificar os determinantes do risco de investimento através dos indicadores fundamentalistas e macroeconômicos.

## REFERÊNCIAS

- AGUIAR, Andson Braga; PIMENTEL, Renê Coppe; REZENDE, Amaury José; CORRAR, Luiz João. Análise dos direcionadores de valor em empresas brasileiras. *Revista de Administração Mackenzie (Mackenzie Management Review)*, v. 12, n. 2, 2010
- ASSAF NETO, Alexandre. Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2002
- ASSAF NETO, Alexandre. Mercado Financeiro. 9 ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- ASSAF NETO, Alexandre. Mercado Financeiro. 10 ed. São Paulo: Atlas, 2011.
- BALL, Ray; BROWN, Philip. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of accounting research*, p. 159-178, 1968.
- BARDIN, Laurence. Análise de conteúdo. 1 ed. Lisboa: Almedina, 2011.
- BASTOS, Douglas Dias; NAKAMURA, Wilson Toshiro; DAVID, Marcelino; ROTTA, Uriel Antônio Superti. A relação entre o retorno das ações e as métricas de desempenho: evidências empíricas para as companhias abertas no Brasil. *REGE Revista de Gestão*, v. 16, n. 3, p. 65-79, 2009.
- BEAVER, William. The information content of annual earnings announcements. *Journal of accounting research*, p. 67-92, 1968.
- BEIRUTH, Aziz Xavier, FIOROT, Hudson, SCALZER, Rodrigo Simonassi, LIMA, Vinícius Simmer. Análise fundamentalista e avaliação de empresas: uma investigação teórica e um estudo de caso na Aracruz Celulose. Artigo aprovado no X Fórum de estudantes de ciências contábeis do Espírito Santo, realizado em Aracruz, de 01 a 03 de junho de 2007.
- BTG PACTUAL. 2017. Mercado Financeiro. Disponível em: <<https://www.btgpactualdigital.com/blog/financas/mercado-financeiro>>. Acesso em: 13 de março de 2018.
- CHARTOU, Andreas; CLUBB, Colin; ANDREOU, Andreas. The value relevance of earnings and cash flows: empirical evidence for Japan. *Journal of International Financial Management & Accounting*, v. 11, n. 1, p. 1-22, 2000.
- CHEN, Peter; ZHANG, Guochang. How do accounting variables explain stock price movements? Theory and evidence. *Journal of accounting and economics*, v. 43, n. 2, p. 219-244, 2007.
- COLLINS, Daniel; KOTHARI, Sagar. An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of accounting and economics*, v. 11, n. 2-3, p. 143-181, 1989.
- COMISSÃO DOS VALORES MOBILIÁRIOS. O mercado de valores mobiliários brasileiro. Rio de Janeiro: CVM, 2014.
- CUNHA, Moisés Ferreira; LUSTOSA, Paulo Roberto Barbosa. Medidas de desempenho: um estudo sobre a importância do lucro contábil e do fluxo de caixa das operações no mercado de capitais brasileiro. *Anais do XXI Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, 2007.
- DESBASTIANI, Carlos Alberto; RUSSO, Felipe Augusto. *Avaliando Empresas, Investindo em Ações*. 1 ed. São Paulo: Novatec Editora, 2008.

- EASTON, Peter; HARRIS, Trevor. Earnings as an explanatory variable for returns. *Journal of accounting research*, p. 19-36, 1991.
- ECONOMÁTICA. Base de dados. Economática.com, 2018. Disponível em: <<http://www.economatica.com>>. Acesso em: 10 out. 2018.
- ERTIRMUR, Y.; LIVNAT, J.; MARTIKAINEN, M. Differential market reaction to revenue and expensive surprise. *Review of Accounting Studies*, v. 8, p. 185-211, 2003.
- EXAME. Notícias. Revista Exame Abril, 2018. Disponível em: <<http://www.exame.abril.com.br>>. Acesso em: 10 out. 2018.
- FAMA, Eugene; FRENCH, Kenneth. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of financial economics*, v. 33, n. 1, p. 3-56, 1993.
- FAMA, Eugene; FRENCH, Kenneth. Multifactor explanations of asset pricing anomalies. *The journal of finance*, v. 51, n. 1, p. 55-84, 1996.
- FAMA, Eugene; FRENCH, Kenneth. The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, v. 47, n. 2, p. 427-465, 1992.
- FRIGIERI, Alexandre. Mercado de Capitais como instrumento para o Desenvolvimento. Campinas, 2003. Trabalho de conclusão de curso – Instituto de Economia, Universidade de Campinas. Disponível em: <[www.bibliotecadigital.unicamp.br/document/?down=000294676](http://www.bibliotecadigital.unicamp.br/document/?down=000294676)>. Acesso em: 14 de Junho 2018.
- FUNDAMENTUS. Base de dados. Fundamentus.com.br, 2018. Disponível em: <<http://www.fundamentus.com.br>>. Acesso em: 10 out. 2018.
- GALDI, Fernando Caio. Estratégias de investimento em ações baseadas na análise de demonstrações contábeis: é possível prever o sucesso? Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo, 2008.
- GALDI, Fernando Caio; LOPES, Rodrigo Falco. Avaliação de ações e números contábeis: aplicação dos modelos Zhang (2000) e Zhang & Chen (2007) no mercado brasileiro. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 9, n. 1, 2011.
- INFOMONEY. Histórico de Cotações. Infomoney.com.br, 2018. Disponível em: <<http://m.infomoney.com.br/mercados/ferramentas/historico-de-cotacoes>>. Acesso em: 10 out. 2018.
- JAGADEESH, Narasimhan; LIVNAT, Joshua. Revenue surprises and stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, v. 41, n. 1-2, p. 147-171, 2006.
- LAKONISHOK, Josef; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Contrarian investment, extrapolation, and risk. *The journal of finance*, v. 49, n. 5, p. 1541-1578, 1994.
- LEV, Baruch; THIAGARAJAN, S. Ramu. Fundamental information analysis. *Journal of Accounting research*, p. 190-215, 1993.
- LIMA, Heitor Souza. Um estudo das anomalias no apreçamento de ações no mercado brasileiro utilizando o modelo de quatro fatores. Dissertação [Mestrado em Engenharia de Produção]. Rio de Janeiro – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, 2003.
- LIU, Jing; NISSIM, Doron; THOMAS, Jacob. Equity valuation using multiples. *Journal of Accounting Research*, v. 40, n. 1, p. 135-172, 2002.
- LOPES, Alexsandro Broedel. Empirical Evidence on the Relation Between Revaluations of Fixed Asset and Future Firm Performance in Brazil. In: GREGORIUS, G, and GRABER, M. (Org.). *International Accounting: Standards, Regulations and Financial Reporting*. Elsevier, 2006.
- LOPES, Alexsandro Broedel. Informação contábil e o mercado de capitais. São Paulo: Pioneira Cengage Learning, 2002.
- LOPES, Marcel Felinto. A importância do conhecimento do mercado de capitais para o sucesso do administrador de empresa. Trabalho de conclusão de curso – Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal da Paraíba, João Pessoa, 2008.
- MALTA, Tanira Lessa; CAMARGOS, Marcos Antônio. Variáveis da análise fundamentalista e dinâmica e o retorno acionário de empresas brasileiras entre 2007 e 2014. *REGE-Revista de Gestão*, v. 23, n. 1, p. 52-62, 2016.

- MOUREIRA, Talita. Lucro do banco ABC Brasil cresce 7% no trimestre. Valor.com.br. São Paulo, 4 de novembro de 2016. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/financas/4765457/lucro-do-banco-abc-brasil-cresce-7-no-trimestre>>. Acesso em: 24 de Setembro 2018.
- NAGANO, Marcelo Seido; MERLO, Edgard Monforte; SILVA, Maristela Cardoso. As variáveis fundamentalistas e seus impactos na taxa de retorno de ações no Brasil. Revista da FAE, v. 6, n. 2, 2003.
- OLIVEIRA, Eliana; ENS, Romilda Teodora; ANDRADE, Daniela Freire; MUSSIS, Carlo Ralph. Análise de Conteúdo e Pesquisa na área de educação. Revista Diálogo Educacional, Curitiba, v. 4, n.9, p.11-27, maio/ago, 2003.
- OU, Jane A.; PENMAN, Stephen H. Accounting measurement, price-earnings ratio, and the information content of security prices. *Journal of accounting research*, p. 111-144, 1989.
- PEREIRA, Sônia Bruck Carneiro; EID JUNIOR, W. Medidas de criação de valor e retorno das ações. Anais do XXVI Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, 2002.
- PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- PIOTROSKI, Joseph D. Value investing: The use of historical financial statement information to separate winners from losers. *Journal of Accounting Research*, p. 1-41, 2000.
- QUIRINO, Raphael de S. Lima. Mercado de Capitais: A contabilidade como ferramenta de análise para investimentos em bolsa de valores. Trabalho de conclusão de curso – Instituto de Ciências Econômicas e Gerenciais, Pontifícia Universidade Católica, Belo Horizonte – MG, 2012. Disponível em: <<http://www.sinescontabil.com.br/monografias/artigos/A-contabilidade-como-ferramenta-de-analise-para-investimentos-em-bolsa-de-valores.pdf>>. Acesso em: 10 de Maio 2018.
- REES, Lynn; SIVARAMAKRISHNAN, K. The effect of meeting or beating revenue forecasts on the association between quarterly returns and earnings forecast errors. *Contemporary Accounting Research*, v. 24, n. 1, p. 259-290, 2007.
- RIAL, Sérgio. Para Santander, Brasil é de longe o grande pilar de crescimento do grupo. Istoedinheiro.com.br. São Paulo, 26 de out. 2017. Disponível em: <<https://www.istoedinheiro.com.br/para-santander-brasil-e-de-longe-o-grande-pilar-de-crescimento-do-grupo/>>. Acesso em: 24 de Setembro 2018.
- ROSENBERG, Barr; REID, Kenneth; LANSTEIN, Ronald. Persuasive evidence of market inefficiency. *Streetwise: the best of the Journal of portfolio management*, p. 48, 1984.
- SCALABRIN, Idionir; ALVES, Tiago W. Os indicadores contábeis podem prever a geração de valor. Anais do XXVII Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, 2003.
- TREVISAN, Karina. Itaú fecha 2017 com crescimento de mais de 10% e atinge R\$24 bilhões. G1.globo.com. São Paulo, 5 de fev. 2018. Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/itau-fecha-2017-com-crescimento-de-mais-de-10-no-lucro.ghtml>>. Acesso em: 24 de Setembro 2018.
- VALOR ECONÔMICO. Notícias. Revista Valor Econômico, 2018. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/>>. Acesso em: 10 out. 2018.
- VILLASCHI, Augusto Wanderley; GALDI, Fernando Caio; NOSSA, Silvania Neris. Análise fundamentalista para seleção de uma carteira de investimento em ações com baixa razão book-to-market. Revista Base, v. 8, n. 4, 2011.
- WAWRZENIAK, Diego. Indicadores Fundamentalistas Essenciais. Bussoladoinvestidor.com.br. São Paulo, 29 de agosto 2018. Disponível em: <<https://www.bussoladoinvestidor.com.br/indicadores-fundamentalistas-mais-importantes/>>. Acesso em: 24 de Setembro 2018.

# NÍCIA VILELA LUZ E AS CONTRIBUIÇÕES AO PENSAMENTO ECONÔMICO BRASILEIRO<sup>1</sup>

Débora Giorno<sup>2</sup>  
Rosalina Lima Izepão<sup>3</sup>

## Resumo

Tratando-se do desenvolvimento industrial no Brasil, os estudos publicados se dividem em diversas correntes teóricas, interpretações e períodos históricos. No presente artigo apresenta-se a historiadora Nícia Vilela Luz e sua principal obra “A luta pela industrialização do Brasil (1808-1930)”, com objetivo de destacar suas contribuições ao pensamento econômico brasileiro, em especial nos aspectos concernentes ao movimento nacionalista industrializante fortalecido no Brasil a partir de 1875. O estudo mostrou que a autora contribuiu de forma significativa para o entendimento do pensamento econômico brasileiro desenvolvido no período analisado, sobretudo no que se refere aos movimentos ligados à defesa do desenvolvimento industrial no país. Por meio dos seus estudos é possível observar que a industrialização brasileira se desenvolveu de forma lenta e gradual, num processo de muitas lutas, disputas e acordos entre os vários grupos de interesse vigentes desde a fase mercantil colonial, com destaque para o período joanino até o seu desabrochar no final da primeira República, em 1930.

**Palavras-chave:** Brasil; nacionalismo industrializante; Vilela Luz.

## Introdução

Quando se trata do processo de industrialização brasileiro, encontram-se no país diversas publicações, algumas, inclusive, consideradas obras clássicas. Os temas tratados são os mais variados e se estendem desde os aspectos teórico-conceituais sobre indústria e industrialização, passando por todo processo histórico do seu nascimento, desenvolvimento, fases, estágios, modelos, políticas industriais governamentais, financiamentos, setores, polos e distritos industriais até as atuais controvérsias sobre a existência ou não, no Brasil, da chamada desindustrialização.

Da mesma forma, muitos são os pesquisadores cujos estudos se destacam, nesta área, pelas significativas contribuições à compreensão da evolução e das transformações deste importante setor ao desenvolvimento socioeconômico brasileiro.

Neste contexto, no presente artigo apresenta-se a historiadora Nícia Vilela Luz e sua principal obra “A luta pela industrialização do Brasil (1808-1930)”, com objetivo de destacar suas contribuições ao pensamento econômico brasileiro, em especial nos aspectos relacionados ao movimento nacionalista que se fortaleceu no Brasil, principalmente a partir de 1875, em defesa do desenvolvimento industrial no país até 1930.

<sup>1</sup> Este estudo integra o projeto PIC/UEM “O movimento nacionalista industrializante no Brasil (1830 – 1930): uma análise a partir dos estudos de Nícia Vilela Luz”.

<sup>2</sup> Acadêmica do Curso de História da Universidade Estadual de Maringá – debora\_giorno@hotmail.com

<sup>3</sup> Profa. do Departamento de Economia da Universidade Estadual de Maringá – rlizepao@uem.br

## Materiais e métodos

Trata-se de uma pesquisa, que pode ser caracterizada por seus objetivos, como bibliográfico- descriptiva, onde foram utilizadas como principais fontes as obras publicadas pela historiadora Nízia Vilela Luz, com destaque para o livro intitulado “A luta pela industrialização do Brasil (1808-1930)”, cuja primeira publicação data de 1961, além de artigos científicos e outros disponibilizados digitalmente pelo Jornal “O Estado de São Paulo”.

## Resultados e discussões

A historiadora Nízia Vilela Luz formou-se em História pela Universidade de São Paulo (USP). Mestre em História Americana pela Universidade de Virginia, nos Estados Unidos, iniciou sua carreira acadêmica como professora de História Americana, na Universidade de São Paulo, no início da década de 1960. Em 1964 tornou-se Livre Docente na Universidade de São Paulo, defendendo a tese intitulada “A política brasileira e as pretensões dos Estados Unidos na Amazônia: 1850 – 1855”. (RIBEIRO, 1999).

Nízia Vilela Luz escreveu dois livros em co-autoria com Sérgio Buarque de Holanda. O primeiro foi “História Geral da Civilização Brasileira”, no capítulo intitulado “Inquietação Revolucionária no Sul: a Conjuração Mineira”<sup>4</sup> e o segundo “As tentativas de industrialização no Brasil”<sup>5</sup>. Em 1968, Luz publicou o livro intitulado “A Amazônia para os negros americanos: as origens de uma controvérsia internacional”<sup>6</sup>. Nesta obra a autora apresenta os resultados de suas pesquisas sobre a Amazônia, que já vinha desenvolvendo desde a elaboração da sua tese para defesa no concurso para Livre Docência no Departamento de História da USP.

Entretanto, a obra escrita por Nízia Vilela Luz, de maior significado acadêmico é “A Luta pela industrialização do Brasil (1808-1930). Trata-se de um livro que além da rica análise historiográfica sobre a temática indústria/ industrialização no Brasil e seus principais agentes econômicos e políticos tanto da esfera privada, quanto governamental, apresenta, também, um acervo significativo de informações e dados qualitativos e quantitativos que são amplamente utilizados ainda hoje nos mais diversos estudos acadêmicos. Nesta obra a historiadora traduz, numa linguagem clara, objetiva e didática, como se desenvolveu no Brasil desde o período colonial mercantil até 1930, um pensamento econômico voltado diretamente para a defesa da industrialização brasileira, apesar do contexto histórico nacional desfavorável em razão da predominância dos interesses primário-exportadores.

Desde o final da década de 1950, Luz já se preocupava com questões que fugiam aos temas estudados pelos demais historiadores da área econômica da FFLCH/USP. Talvez isto se deva aos contatos e influências recebidas de grandes nomes da historiografia americana como Stanley J. Stein, da Universidade de Harvard (RIBEIRO, 1999).

Segundo Luz (1975), o livro, “A Luta pela industrialização no Brasil (1808-1930)”, apresenta resultados de uma pesquisa realizada por pesquisadores brasileiros e americanos, por meio de um projeto iniciado nos Estados Unidos, na Universidade de Harvard e concluída pela autora. Tratava-se de um estudo a ser

<sup>4</sup> LUZ, N. V. Inquietação Revolucionária no Sul: a Conjuração Mineira. In: LINHARES, M. Y. e S.; TEIXEIRA, F.C. *História Geral da Civilização Brasileira*. São Paulo: Brasiliense, 1981. Tomo I, v. 2.

<sup>5</sup> LUZ, N. V. As Tentativas de Industrialização no Brasil. In: HOLANDA, S. B. de. *O Brasil Monárquico: declínio e queda do Império*. 5. ed. Rio de Janeiro: Bertrand Brasil S.A, 1995. p. 28 a 41. 4 Vol. Coleção História Geral da Civilização Brasileira.

<sup>6</sup> LUZ, N. V. *Amazônia para os negros americanos*. Rio de Janeiro: Saga, 1968

realizado em grupos, onde cada grupo pesquisaria um setor da economia brasileira. O projeto não foi concluído, mas como Luz fez a sua parte e desenvolveu o estudo que lhe coube, publicou os resultados e algumas de suas conclusões e análises na Revista de História, da USP, a convite do Professor Eurípedes Simões de Paula. Posteriormente, aconselhada pelo Professor João Cruz Costa, reuniu seus artigos publicados na referida Revista e elaborou o livro (O ESTADO DE SÃO PAULO, 1962).

Nesta obra, Luz mostra que desde o Brasil-colônia, na fase mercantil comercial, já existiam pessoas que defendiam a ideia de que deveria haver na Colônia a possibilidade do desenvolvimento de algumas indústrias, além da açucareira. Este desejo se fortaleceu no século XVIII dando origem a um movimento que a autora chamou de nacionalista industrializante. Luz, em sua obra retrata as ações destes grupos favoráveis à industrialização desde o período joanino, com as primeiras políticas industriais implementadas por D. João VI. De acordo com Luz, apesar de terem sido falhas, estas políticas foram as primeiras tentativas industrializantes no Brasil (LUZ, 1975; PEREIRA e COSTA, 2011).

Luz destaca, ainda, que mesmo a partir da segunda metade do século XIX, quando o café já era o principal produto na pauta das exportações brasileiras, os grupos de interesses, defensores da industrialização do país, continuaram pressionando os governos para que criassem políticas governamentais voltadas para o desenvolvimento industrial. Com isto, algumas indústrias até conseguiram contornar a difícil situação da época e se desenvolveram em determinadas regiões do Nordeste e do Centro-Oeste (LUZ, 1975; PEREIRA e COSTA, 2011).

Ressalta-se, entretanto, que a ideia central defendida por Luz é que estes grupos existiram e exerceram pressões sobre os governos defendendo protecionismo e medidas que favorecessem o desenvolvimento da indústria e das classes industriais, principalmente durante o Império e a Primeira República, mas suas ideias não foram concretizadas de fato no sentido de tornar o Brasil o país industrializado na época. O que existia eram algumas indústrias fracas e sem incentivo estatal. Durante o período observou-se o surgimento de indústrias mas não da industrialização de fato. Luz, apresenta uma rica análise a respeito desse processo lento e gradual, de negociações e de medidas implementadas que em alguns momentos até favoreciam às indústrias, contudo, em geral, as lavouras e seus proprietários eram os maiores beneficiados.

Por meio dessa obra, Luz trouxe contribuições significativas ao pensamento econômico brasileiro, retratando as ideias de diversos industrialistas do período e defensores de políticas de incentivos à produção nacional. Entre estes se destacam: Serzedelo Correa, Amaro Cavalcanti e Alcindo Guanabara. A autora discute, ainda, as diferentes facetas desse processo de industrialização e a própria questão do nacionalismo, mais intenso a partir do final do século XIX. O estudo de Vilela Luz comprehende um período extenso, desde a chegada da família Real ao Brasil, em 1808, até o ano de 1930, marcado pela ascensão de Getúlio Vargas à presidência do Brasil.

Apesar de suas contribuições na área de história econômica e do pensamento econômico brasileiro com seus estudos voltados, sobretudo, à questão da industrialização no país, Luz não tem o merecido reconhecimento no âmbito acadêmico mas destaca-se, neste artigo, que a autora após a publicação, em 1961, de seu livro “A luta pela industrialização do Brasil (1808-1930)”, conquistou o prêmio “Fabio Prado”, no mesmo ano, na seção de ensaios. Foi a primeira mulher a receber

o prêmio nesta seção. A entrega dos prêmios foram realizados na própria residência do casal Fabio Prado em cerimônia (O ESTADO DE SÃO PAULO, 1962).

### Conclusões

Por meio do presente estudo foi possível perceber a importância da obra de Nícia Vilela Luz ao pensamento econômico brasileiro, em especial no que se refere aos movimentos nacionais em defesa da indústria e da industrialização do Brasil como mecanismo gerador de renda e desenvolvimento econômico.

A autora explica de forma clara e objetiva em sua obra, por meio de fartos dados qualitativos e quantitativos, quais eram os ideais defendidos pelos industrialistas, quem eram esses industrialistas e de que forma suas ideias estiveram presentes desde o período joanino até 1930. Conforme mostra o título da obra, a Luta pela industrialização foi um processo lento e de grandes entraves, que só surtiu alguns efeitos a partir do final do século XIX.

### Referências

LUZ, N. V. **A Luta pela industrialização do Brasil**: 1808-1930. 2. ed. São Paulo: Alfa-Omega, 1975.

LUZ, N. V. Inquietação revolucionária no Sul: a Conjuração Mineira. In: LINHARES, M. Y. e S.; TEIXEIRA, F.C. **História Geral da Civilização Brasileira**. São Paulo: Brasiliense, 1981. Tomo I,

LUZ, N. V. As Tentativas de Industrialização no Brasil. In: HOLANDA, S. B. de. **O Brasil Monárquico**: declino e queda do Império. 5. ed. Rio de Janeiro: Bertrand Brasil SA, 4 Vol. Coleção História Geral da Civilização Brasileira, 1995, p. 28-41.

LUZ, N. V. **Amazônia para os negros americanos**. Rio de Janeiro: Saga, 1968

MARTINS, W. Nacionalismo Econômico. **O Estado de São Paulo**. São Paulo, edição de 07 de outubro de 1961. p.10. Disponível em <<https://acervo.estadao.com.br/pagina/#!1/19611007-26521-nac-0010-lit-2-not>> Acesso em 03 de agosto de 2019.

PEREIRA, R. S.; COSTA, R. C. P. Historiografia e o nascimento da industrialização brasileira. **Anais do XXVI Simpósio Nacional de História – ANPUH**. São Paulo. Julho, 2011.

RIBEIRO, M. A. R. As primeiras pesquisadoras brasileiras em história econômica e a construção da disciplina no Brasil. **História econômica & história de empresas II**. 2 (1999), 7- 40.

O ESTADO DE SÃO PAULO. Uma mulher ganhou o prêmio “Fábio Prado”. **O Estado de São Paulo**. São Paulo, edição de 27 de julho de 1962. p.38. Disponível em <<https://acervo.estadao.com.br/pagina/#!1/19620727-26766-nac-0038-fem-6-not>> Acesso em 04 de agosto de 2019.

# O MOVIMENTO NACIONALISTA INDUSTRIALIZANTE NO BRASIL (1830 – 1930): UMA ANÁLISE A PARTIR DOS ESTUDOS DE NÍCIA VILELA LUZ<sup>1</sup>

Débora Giorno<sup>2</sup>

Rosalina Lima Izepão<sup>3</sup>

## Área 01: História Econômica; Economia Política e Metodologia

### Resumo

Quando se trata da indústria brasileira, são inúmeros os estudos publicados no país. A industrialização nacional ocorreu num processo lento e gradual, fruto de muitas disputas e acordos entre os vários grupos de interesses agrários e industriais desde a fase colonial, passando pela imperial até o final da primeira fase republicana, em 1930, quando este setor econômico começou, efetivamente, desabrochar. Considerando-se o exposto, no presente artigo tem-se como objetivo analisar o movimento nacionalista industrialista que se desenvolveu no Brasil, no período de 1830 a 1930, fundamentando-se nos estudos de Nícia Vilela Luz. Metodologicamente, tratou-se de uma pesquisa que pode ser caracterizada, por seus objetivos, como bibliográfico- descriptiva. Apesar do Brasil ter sido uma economia agrário-exportadora até 1930, os resultados deste estudo mostraram que sempre existiram no país, mesmo na sua fase colonial-mercantil, pessoas e grupos defensores da execução de políticas governamentais direcionadas ao desenvolvimento industrial. O fortalecimento deste movimento se deu a partir de 1875, em razão da crise agrária e suas consequências. Ao longo deste período se destacaram nesta luta, pessoas como: Joaquim José Rodrigues, Antônio Felício dos Santos, Aristides de Queiroz, Serzedelo Correa, Amaro Cavalcanti e Roberto Simonsen. As políticas e ações desenvolvidas, para o protecionismo industrial, mais utilizadas na época foram as tarifas alfandegárias, subsídios a determinados setores, além do uso do capital estrangeiro.

**Palavras-chave:** Brasil. Indústria. Nacional Industrialismo. Industrialização..

### Abstract

When it comes to Brazilian industry, there are numerous studies published in the country. National industrialization took place in a slow and gradual process, the result of many disputes and agreements between the various agrarian and industrial interest groups from the colonial phase, through the imperial until the end of the first republican phase, in 1930, when this economic sector began, effectively bloom. Considering the above, this article aims to analyze the nationalist industrialist movement that developed in Brazil, from 1830 to 1930, based on the studies of Nícia Vilela Luz. Methodologically, it was a research which can be characterized by its objectives as bibliographic- descriptive. Although Brazil was an agrarian-exporting economy until 1930, the results of this study showed that people and groups that advocated the implementation of government policies directed at industrial development always existed in the country, even in its colonial-mercantile phase. This movement was strengthened from 1875 onwards, due to the agrarian crisis and its consequences. During this period stood out in this fight, people like: Joaquim José Rodrigues, Antonio Felicio dos Santos, Aristides de Queiroz, Serzedelo Correa, Amaro Cavalcanti and Roberto Simonsen. The policies and actions developed for industrial protectionism that were most used at the time were customs tariffs, subsidies to certain sectors, and the use of foreign capital.

**Key words:** Brazil, industry, national industrialism, industrialization.

<sup>1</sup> Projeto de Iniciação Científica – UEM.

<sup>2</sup> Acadêmica do curso de História da UEM – debora\_giorno@hotmail.com

<sup>3</sup> Professora do Departamento de Economia da UEM –rlizepao@uem.br

## **1INTRODUÇÃO**

Existem inúmeras publicações a respeito da industrialização no Brasil, algumas, inclusive, consideradas obras clássicas. Os temas tratados são os mais variados e se estendem desde os aspectos histórico-conceituais sobre indústria e industrialização, passando por todo processo histórico do seu nascimento, desenvolvimento, fases, estágios, modelos, políticas industriais governamentais, financiamentos, setores, polos e distritos industriais até as atuais controvérsias sobre a existência ou não no Brasil da chamada desindustrialização no país.

É fato que a indústria brasileira só passou a desabrochar com mais de 100 anos de atraso em relação à fase clássica europeia, caracterizada, sobretudo, pela Revolução Industrial inglesa que data de 1750. Nesta época, o Brasil sequer era um estado nacional, pois sua independência só viria ocorrer em 1822. O que, em si não seria problema, se considerarmos que a Alemanha só completou a sua unificação em 1871, portanto, 49 anos após o Brasil, e, ainda assim já era uma potência industrial em 1913, um ano antes de se ter início à I Guerra Mundial.

Diferente destes países, a industrialização brasileira ocorreu num processo lento e gradual, fruto de muitas lutas, disputas e acordos entre os vários grupos de interesses da sociedade desde a fase mercantil colonial, passando pela imperial até o final da Primeira República, em 1930. Estas forças históricas foram, sem dúvida, determinantes para o seu desabrochar embora com impressionante atraso em relação às economias desenvolvidas. Muitas foram as correntes teóricas, as práticas e as políticas que em alguns momentos geravam avanços no seu desenvolvimento, em outros atraso e retrocesso. As raízes deste processo de lutas datam do Brasil colonial (1500-1822), se estendem nas três fases do período Imperial durante o I Reinado (1822-1831); Período Regencial (1831-1840) e II Reinado (1840-1889), passando pela I República (1889-1930).

Em todos os períodos citados existiram grupos e indivíduos que defenderam a indústria e a industrialização no Brasil e outros que manifestaram-se contrários, pelas razões mais variadas, sendo a mais forte a questão agroexportadora. Considerando-se o exposto, no presente artigo tem-se como objetivo analisar o

movimento nacionalista industrialista que se desenvolveu no Brasil, no período de 1830 a 1930, a partir das publicações de Nícia Vilela Luz.

O escopo do estudo é, portanto, somente a corrente que defendia a industrialização, embora se saiba da existência de grupos contrários. Não se trata de um estudo sobre as origens da industrialização brasileira ou sobre suas fases de desenvolvimento, mas, sim dos antecedentes da sua história. Trata-se de uma época anterior às famosas controvérsias sobre a industrialização no Brasil, dos anos 1930, protagonizadas, por exemplo, pelo industrialista Roberto Simonsen e o liberal Eugênio Gudin.

Metodologicamente, tratou-se de uma pesquisa que pode ser caracterizada, por seus objetivos, como bibliográfico- descriptiva, onde foram utilizadas como principais fontes as obras publicadas pela historiadora Nícia Vilela Luz, com destaque para o livro intitulado “A luta pela industrialização do Brasil (1808-1930)”, cuja primeira publicação data de 1960. Complementarmente foram utilizados livros e artigos científicos que tratam do tema e que se encontram em *websites*.

O artigo encontra-se estruturado em quatro seções. Na primeira tem-se esta Introdução, na segunda são apresentadas, de maneira sucinta, as credenciais da historiadora, na terceira apresentam-se dados e argumentos utilizados pela autora que evidenciam a existência de um forte movimento nacional industrializante no Brasil. Ainda nesta seção destacam-se alguns dos representantes deste movimento, seus objetivos, políticas industriais propostas e alguns resultados. Na quarta seção tem-se a Conclusão.

## **2 NÍCIA VILELA LUZ E O INTERESSE PELA HISTÓRIA E O PENSAMENTO ECONÔMICO BRASILEIRO**

Após graduar-se em História pela Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas da Universidade de São Paulo (FFLCH/USP), no final dos anos 1950, Nícia Vilela Luz ingressou no curso de Pós-Graduação em História Americana na Universidade de Virginia, nos Estados Unidos. Ao retornar para o Brasil iniciou sua carreira acadêmica como professora de História Americana, no Departamento de História, da Universidade de São Paulo. Em 1964 tornou-se Livre Docente na mesma Instituição, defendendo a tese intitulada "A política brasileira e as pretensões dos Estados Unidos na Amazônia: 1850 – 1855". (RIBEIRO, 1999).

Ainda nos anos 1960, Nízia Vilela Luz escreveu dois livros em co-autoria com Sérgio Buarque de Holanda. O primeiro foi “História Geral da Civilização Brasileira”, no capítulo intitulado “Inquietação Revolucionária no Sul: a Conjuração Mineira”<sup>4</sup> e o segundo “As tentativas de industrialização no Brasil”<sup>5</sup>. Em 1968, Luz publicou o livro intitulado “A Amazônia para os negros americanos: as origens de uma controvérsia internacional”<sup>6</sup>. Nesta obra a autora apresenta os resultados de suas pesquisas sobre a Amazônia, que já vinha desenvolvendo desde a elaboração da sua tese para defesa no concurso para Livre Docência no Departamento de História da USP.

Entretanto, a obra escrita por Nízia Vilela Luz, de maior significado acadêmico é “A Luta pela industrialização do Brasil (1808-1930)”, publicada em 1960, cujo conteúdo será retrato neste artigo. De acordo com Ribeiro (1999), desde o final da década de 1950, Luz já se preocupava com questões que fugiam aos temas estudados pelos demais historiadores da área de História Econômica da USP. A autora recebeu influências de grandes nomes da historiografia americana como Stanley J. Stein, da Universidade de *Harvard*. O próprio livro em questão apresenta resultados de um estudo proposto, por meio de um projeto que seria executado por pesquisadores brasileiros e americanos, sob a orientação do *Research Center in Entrepreneurial History* da Universidade de Harvard. O projeto, contudo, segundo Luz (1960), não se concretizou.

Tratava-se de um estudo a ser realizado em grupos, onde cada grupo pesquisaria um setor da economia brasileira. Embora o projeto não tenha sido executado pelos demais participantes, Luz desenvolveu o estudo da parte que lhe coube e cujo tema foi “O nacionalismo econômico no Brasil”. Na sequência, por orientação do também professor Eurípedes Simões de Paula, publicou, em vários artigos os resultados e algumas de suas conclusões e análises na Revista de História, da USP. Posteriormente, aconselhada pelo Professor João Cruz Costa, reuniu estes artigos e os compilou dando origem ao já mencionado livro. (O ESTADO DE SÃO PAULO, 1962; LUZ, 1960).

A leitura do livro “A luta pela industrialização...” de Nízia Vilela Luz é de suma importância para os que se interessam pela história econômica, mas, sobretudo,

<sup>4</sup> LUZ, N. V. Inquietação Revolucionária no Sul: a Conjuração Mineira. In: LINHARES, M. Y. e S.; TEIXEIRA, F.C. *História Geral da Civilização Brasileira*. São Paulo: Brasiliense, 1981. Tomo I, v. 2.

<sup>5</sup> LUZ, N. V. As Tentativas de Industrialização no Brasil. In: HOLANDA, S. B. de. *O Brasil Monárquico: declínio e queda do Império*. 5. ed. Rio de Janeiro: Bertrand Brasil S.A, 1995. p. 28 a 41. 4 Vol. Coleção História Geral da Civilização Brasileira.

<sup>6</sup> LUZ, N. V. *Amazônia para os negros americanos*. Rio de Janeiro: Saga, 1968

pela análise da evolução do pensamento econômico brasileiro. Citada e retratada em diversas obras de importantes pesquisadores da história do Brasil, além de teses e dissertações, o livro de Luz apresenta uma rica análise historiográfica sobre a temática indústria/ industrialização no país e seus principais agentes econômicos e políticos tanto da esfera privada, quanto governamental, além de um acervo significativo de informações e dados qualitativos e quantitativos que são amplamente utilizados ainda hoje nos mais diversos estudos acadêmicos.

Nesta obra a historiadora traduz, numa linguagem clara, objetiva e didática, como se desenvolveu no Brasil desde o período colonial mercantil até 1930, um pensamento econômico voltado diretamente para a defesa da industrialização brasileira, apesar do contexto histórico nacional desfavorável em razão da predominância dos interesses primário-exportadores.

### **3 O MOVIMENTO NACIONALISTA INDUSTRIALIZANTE SEGUNDO LUZ (1808-1930)**

#### **3.1 O MERCANTILISMO COLONIAL, SUA SUPERAÇÃO E O DESPERTAR DO MOVIMENTO NACIONALISTA INDUSTRIALIZANTE**

Antes mesmo da chegada da Família Real no Brasil, em 1808, já existia nesta Colônia portuguesa, o desejo de promover a indústria local, por influência das transformações que estavam ocorrendo no Ocidente europeu, fruto da I Revolução Industrial Inglesa e que repercutiam na América. Segundo Luz (1960), com D. João VI tem-se as primeiras tentativas de promoção da indústria no Brasil-colônia. Entre elas se destacam: a abertura dos portos às nações amigas “Inglaterra”; o alvará de 28 de abril de 1809, por meio do qual decretou diversas isenções que favoreceriam o início do desenvolvimento industrial na Colônia, além de conceder auxílios aos primeiros introdutores de máquinas. O problema é que, dois anos após assinar este alvará, D. João VI passou a conceder privilégios à Grã-Bretanha, na venda de suas mercadorias para o Brasil, entregando o mercado nacional para os ingleses, num nacionalismo às avessas conforme destacou a autora.

Esta exclusividade inglesa só terminou em 1828, quando D. João VI assinou um novo decreto taxando todas as mercadorias estrangeiras no mesmo valor que eram taxados as inglesas, ou seja, 15%, pondo em xeque o monopólio inglês. Outra

medida mais significativa para o avanço da indústria nacional só viria em 1844, já no II Reinado quando se criou a tarifa Alves Branco, por meio da qual passou-se a tributar em 30% grande parte dos produtos estrangeiros. Esse valor, segundo Luz (1960), se mostrou incapaz de causar um protecionismo eficaz à indústria nacional. O objetivo de Alves Branco era melhorar a balança comercial brasileira e o desenvolvimento à indústria nacional. Assim, em 1843, foi reorganizada a pauta alfandegária que decretou taxas de até 60% nos produtos similares aos nacionais que vinham de fora (LUZ, 1960).

Ocorre que, segundo Luz (1960), em meados do século XIX era grande e perceptível a existência de uma frente oposicionista à políticas de apoio à indústria. Para atender os dois lados, ou seja, não abandonar os defensores da indústria, mas, também atender os interesses agrários, o governo imperial determinou o estabelecimento de direitos sobre matérias-primas importadas e a diminuição das taxas cobradas sob os gêneros de primeira necessidade, que se queixavam os interessados da lavoura monocultora. O objetivo, segundo os oposicionistas à indústria era promover a exploração dos recursos naturais nacionais, ideia que prevaleceu inclusive durante a Primeira República.

Estas tarifas passaram por algumas reformulações entre 1857 e 1860, estabelecendo medidas mais liberais para favorecer ainda mais os interesses da lavoura monocultora, principalmente a redução nas taxas sobre gêneros de consumo em geral. Segundo Luz (1960), os primeiros anos da década de 1860 foram de grande prosperidade econômica. Assim, apesar da Guerra do Paraguai e da violenta crise comercial de 1864, a política fiscal do império manteve-se intacta. Somente em 1867 foram aumentados alguns impostos. Paralelamente, crescia o número de defensores da indústria no Império, sob o argumento de que nenhuma nação poderia crescer, sem que executasse políticas econômicas a seu favor.

Um dos defensores desta ideia era o jornalista e político Joaquim José Rodrigues (1802-1872), o Visconde de Itaboraí que argumentava ser a industrialização de suma importância para a prosperidade econômica nacional. Filiado ao Partido Liberal, Rodrigues afirmava que os produtos da lavoura eram muito limitados e sujeitos às intempéries, por exemplo chuvas fortes, granizo, geadas, pestes, secas e, por isto, dizia ser impossível uma nação exclusivamente agrícola prosperar como as nações manufatureiras. Contudo, para a autora, era muito difícil o desenvolvimento industrial no Brasil pela falta de recursos financeiros,

de mão de obra qualificada, segurança e pela instabilidade política da época (LUZ, 1960).

O protecionismo alfandegário, estabelecido desde a vinda da Família Real para o Brasil sempre mostrou ineficaz na promoção do crescimento industrial. Em 1852, por exemplo, existiam no Brasil imperial 21 fábricas nacionais de chapéus, mas a tarifa de 30% para importação deste produto não lhes favorecia. Além disto, segundo a autora, nem sempre os valores cobrados correspondiam aos valores reais das mercadorias, o que basicamente significa que nem sempre eram taxados em exatos 30% e, sim, em uma média de mais ou menos, que inclusive variava em torno de 20%. O fato é que não existiam políticas governamentais que auxiliassem efetivamente o desenvolvimento da indústria nacional até 1875. As poucas indústrias que existiam no Brasil eram precárias, incipientes e sobreviviam sob péssimas condições.

Em 1860 até houve uma pequena expansão da indústria algodoeira nacional em razão das guerras da Secessão nos Estados Unidos e do Paraguai na América Latina. Contudo, as políticas governamentais brasileiras nesta época já eram voltadas ao favorecimento da lavoura cafeeira e seus grupos de interesse. Somente a partir de 1875, quando o Brasil imperial encontrava-se em profunda crise econômica é que, segundo Luz (1960), se teve o fortalecimento do nacionalismo econômico. Foi o momento de efetiva superação da política do tipo colonial mercantilista, com mais indivíduos e grupos passando a perceber que a economia agrícola apresentava inúmeros obstáculos e que precisavam recorrer à indústria como instrumento de crescimento econômico da nação.

Assim, em 1878, o governo imperial elevou a taxa alfandegária para 50% e nomeou uma comissão para revisar as taxas e atender os interesses tanto da agricultura, quanto do comércio e da indústria. O presidente da Comissão João da Costa Pinto Dantas, filho de Barão, político e proprietário rural, seguindo a carreira do pai, concedeu proteção e atendeu as reivindicações das indústrias em 1879, elevando a taxa alfandegária para produtos industriais importados. Essa elevação levou à discussões e desentendimentos, sobretudo entre os próprios ramos fabris, conforme destaca Luz (1960).

A medida não agradou a todos, mas ajudou a acalmar os ânimos, segundo a autora. Em 1881, foi constituída uma diretoria provisória da Associação Industrial. O líder no Congresso era o industrialista Antônio Felício dos Santos. Compondo a

Associação Industrial tinha-se desde representantes de fábricas de tecidos e velas até carpinteiros e alfaiates. Esta heterogeneidade de membros contribuía, segundo Luz (1960), para que não houvesse uma pauta de reivindicações e ações mais unificadas, o que favorecia ao governo resistir em atender as reivindicações dos industrialistas.

De acordo com Luz (1960), apesar do governo resistir fortemente aos desejos dos industrialistas, a crise da lavoura no final do século XIX e a queda dos preços do café, contribuiriam para o desenvolvimento de uma política industrial na época. Por outro lado, o movimento nacionalista industrialista ampliou seu espaço de ação denunciando os problemas brasileiros, por ser uma nação exclusivamente agrícola e ter sua economia alicerçada em um único produto, o café. Outros elementos que favoreceram este discurso foram: o crescimento da população nas cidades em razão da imigração e a falta de empregos e amparo para esta camada da população. Muitos viviam de esmolas nas ruas, prostituição e roubos.

Outro defensor do nacional industrialismo foi Duque Estrada. Para ele, estes problemas ocorriam devido à falta de protecionismo às indústrias e a instabilidade das tarifas aduaneiras, que acabavam deixando as populações das cidades à míngua, uma vez que não se incentivava o trabalho nacional. Sobre a posição da lavoura perante o desenvolvimento industrial, Luz (1960), destaca que os defensores da agricultura argumentavam que não eram totalmente contrários à indústria. O que não queriam, era uma política protecionista que viesse prejudicar o consumidor.

No entanto, a partir do momento em que a indústria passou a crescer e as dificuldades aumentaram junto à agricultura, novos debates e desentendimentos começaram a surgir entre as duas vertentes de pensamento. Outro argumento usado pelos defensores do setor agrícola era que a indústria seria incompetente para abastecer o mercado nacional. Então, se o governo não tinha condições de atender as reivindicações dos dois setores, agricultura e indústria, deveria atender somente os agricultores sob o argumento de que eles alimentavam a nação.

Do outro lado, o movimento nacionalista industrialista crescia e criticava, sobretudo, o comércio estrangeiro no Brasil. Estas manifestações nacionalistas vinham, segundo Luz (1960), dos próprios industriais. A crítica é de que este comércio importador explorava o consumidor nacional. Assim, começa a ganhar corpo e forma nesse período, o pensamento nacionalista econômico. Segundo Luz (1975, p. 64):

[...] Esta observação sobre a drenagem da riqueza nacional para o exterior era um dos fundamentos de um novo argumento que surgia a favor não só da nacionalização do comércio, como também da industrialização do país – o desequilíbrio da balança de pagamentos, argumento que constituiu, no desenvolvimento do nacionalismo econômico brasileiro, um fator preponderante.

De acordo com Luz (1975), com a crise econômica instalada no país no final do século XIX, era perceptível um ambiente hostil e propício para essas manifestações nacionalistas, fundamentais ao desenvolvimento das práticas protecionistas à indústria.

### 3.2 A ASCENSÃO DO PENSAMENTO NACIONALISTA BRASILEIRO E AS REIVINDICAÇÕES INDUSTRIALISTAS NA I REPÚBLICA (1889-1930)

O líder do movimento industrialista nacional no final do século XIX era, segundo Luz (1975), o médico e industrial Antônio Felício dos Santos. Em 1882, Santos redigiu um manifesto que fora divulgado pela Associação Industrial, no qual dizia não defender nenhuma doutrina econômica, mas condenava aqueles que defendiam a ideia de que o Brasil deveria ser uma nação essencialmente agrícola. Para Santos, só existiam pontos positivos na industrialização do país e, por isto, exigia a estabilidade da tarifa aduaneira. Santos destacava em seu manifesto, o desequilíbrio no balanço de pagamentos e a situação caótica do Brasil. Assim, Santos, como os demais industrialistas, defendia a industrialização como único mecanismo capaz de equilibrar as finanças nacionais. Para que isto ocorresse defendia o fim do Império para que o progresso pudesse acontecer.

Esse pensamento econômico nacionalista industrialista, segundo a autora, pode ser dividido em duas etapas nas duas primeiras décadas do Brasil republicano:

a) A primeira é representada por Amaro Cavalcanti que, pelo seu otimismo, entusiasmou os republicanos. Acreditava que as fontes produtoras de riqueza eram constituídas somente pelas atividades industriais, excluindo, assim, todas as outras atividades rentáveis que eram praticadas no Brasil. Para Cavalcanti, a agricultura não passava de uma fonte precária, dependente das condições climáticas e na dependência da mão de obra, uma vez que nesse período, pouco era utilizado de máquinas. Assim, era indispensável o desenvolvimento industrial do país, para que

se atingisse o verdadeiro progresso enquanto grande nação. O protecionismo às indústrias era necessário, segundo Cavalcanti apud Luz (1975, p. 73), para:

Dotar o país de indústrias necessárias ou lucrativas, que de outra sorte seriam sufocadas logo ao nascer; assegurar, por esse modo, trabalho e bem-estar à população operária do país; tornar-se independente do estrangeiro, dispensando-se de compra-lhe produtos, a respeito dos quais, é de supor, aquele acabaria por adquirir o monopólio, depois de haver arruinado a indústria nacional.

Segundo Luz (1975), Cavalcanti defendia o uso do capital estrangeiro para inicialmente fortalecer a industrialização e, quando a industrialização estivesse fortalecida, dispensá-lo. Defendia, também, a necessidade da intervenção estatal na economia, afirmando que em muitas situações ela foi imprescindível, como, por exemplo, na construção das estradas de ferro. Para a autora, o nacionalismo econômico de Amaro Cavalcanti não foi fenômeno isolado naquele período. Outras pessoas também compartilhavam dessas ideias, principalmente na década de 1890, onde se observou que o nacionalismo tornara-se mais intenso. O Brasil era um país pobre e muito se discutia sobre isto, pois não se compreendia por quais motivos um país que tanto produzia e trabalhava, vivia em constante miséria.

b) A segunda etapa tinha como principal representante Serzedelo Correa, cuja defesa do desenvolvimento industrial nacional se dava, segundo a autora, por entender que somente a indústria poderia desenvolver as forças produtivas nos países novos como o Brasil, de forma a dar fim a toda e qualquer instabilidade econômica. Correa foi líder do movimento protecionista que ocorreu durante os anos de 1895 a 1905. Para Correa, era necessário um protecionismo efetivo àquelas indústrias que realmente traziam o progresso para o país.

Muitos industrialistas nacionalistas se queixavam, também, do desequilíbrio existente entre os capitais que eram empregados na lavoura e os que eram empregados na indústria. Aristides de Queiroz, por exemplo, afirmava, segundo Luz (1975), que enquanto investia-se 1 na indústria, na lavoura era investido 170. Dessa forma, contribuía-se para o *déficit* econômico do país, uma vez que os produtos agrícolas eram essencialmente coloniais. Segundo a autora, na primeira década republicana, a barreira alfandegária não era suficiente para promover o desenvolvimento da indústria nacional. Seriam necessários, também, reduzir os

custos de transportes e a promoção da livre entrada de produtos nacionais de um estado para outro.

A proteção de interesses regionais agrícolas, principalmente dos estados de Minas Gerais e Rio de Janeiro, paralelo ao industrial, também ajudou, segundo Luz(1975), fortalecer o movimento em defesa da produção da indústria nacional. A partir da proclamação da República, Luz (1975) afirma que no pensamento econômico brasileiro surgiram duas correntes industrialistas nacionalistas, opostas entre si quanto aos ideais defendidos:

a) a primeira ligada ao liberalismo econômico e contra qualquer intervenção estatal em favor da indústria, acreditando que as indústrias seriam capazes de se desenvolver sozinhas. Eram as chamadas indústrias naturais, das quais Joaquim Murtinho era defensor, por acreditar que a proteção não deveria ser para todos os setores industriais, mas, somente para as viáveis. Segundo Murtinho era preciso aumentar a produção do país, sem nenhuma intervenção estatal, vista por ele como moléstia em qualquer setor econômico. Para Murtinho, as riquezas nacionais eram inesgotáveis e abundantes, inclusive em capitais, gerando produção agrícola em larga escala e de forma desordenada. O mesmo teria ocorrido com as indústrias, desenvolvidas de forma artificial, sem estudos prévios e com capital estatal, chamadas de indústrias artificiais, desvalorizando a produção e prejudicando o consumidor nacional. (LUZ, 1960)

b) A segunda corrente, de viés protecionista, tinha Américo Werneck como representante. Werneck questionava a ideia de que a população rural estava sendo sacrificada pelos altíssimos custos da indústria. Mas defendia o protecionismo para a agricultura e para às indústrias, porém às naturais somente. Entretanto, para Werneck, segundo Luz (1975), a terra estava sempre em primeiro plano expressando um ruralismo forte e que se tornou movimento intenso na segunda década de 1920. De acordo com Luz (1975, p. 101):

Nos domínios propriamente nacionalistas, o ruralismo, já esboçado no pensamento de Américo Werneck e que se manifesta de modo mais radical em Alberto Torrêns, associava-se em um movimento de protesto ao que se denominava o artificialismo do nosso processo de industrialização, movimento que lentamente foi-se desenvolvendo, à medida que, na política brasileira, os interesses agrícolas foram sendo preteridos pelos do capital, essencialmente urbano, fosse ele industrial, comercial ou bancário. Habilmente manobrada por interesses

contrários à industrialização do país, essa oposição à indústria nacional atingiu, entretanto, a própria população urbana, consumando assim o divórcio entre os sentimentos nacionalistas e o movimento industrial que, paradoxalmente, baseava as suas reivindicações em argumentos nacionalistas e que iniciara a sua campanha e realizara as suas primeiras conquistas apoiado, justamente, nesse nacionalismo.

No movimento nacionalista industrializante, a questão do capital estrangeiro nas primeiras décadas do século XX também foi motivo de grandes debates entre seus defensores e opositores. Existiam aqueles que eram a favor do capital estrangeiro, considerando-o necessário para o desenvolvimento do país enquanto nação industrial. Do outro lado estavam os contrários ao uso do capital estrangeiro em determinados setores. Em alguns casos, o capital estrangeiro era visto como vilão porque estaria levando riquezas do Brasil, para o exterior.

Também entre os defensores da agricultura e antiindustrialistas muitos repudiavam o capital estrangeiro por considerarem que as empresas estrangeiras saqueavam o país tanto na exploração de seus recursos, quanto por meio da exportação de capitais para o exterior.

### **3.2.1 As reivindicações industrialistas na Primeira República, (1889-1930)**

De acordo com Luz (1975), observa-se no início da I República uma reativação do sentimento nacionalista. A indústria nesse período era vista como o único meio capaz de fazer o Brasil progredir e, por isso, todos os capitais empregados no Brasil deveriam ser investidos em novas indústrias. Era um momento de prosperidade que durou pouco, porque foi gerada pelas emissões de papel moeda, que logo virou crise pela política do encilhamento<sup>7</sup>.

Tentando impulsionar a industrialização no país, o presidente da República Deodoro da Fonseca junto ao ministro da Fazenda Rui Barbosa, adotaram uma política de incentivo à emissão de papel moeda. O intuito era facilitar o crédito aos investidores, mas o que se teve foi a desvalorização da moeda brasileira e o fechamento de inúmeras empresas e indústrias que haviam surgido no contexto. Essa crise, de acordo com a autora, acabou trazendo sérios problemas para as indústrias, que foram apontadas como fraudelentas.

<sup>7</sup> Crise econômica ocorrida no final do Segundo Reinado, cujos efeitos foram mais sentidos no Governo Provisório do Marechal Deodoro da Fonseca entre 1889 e 1891.

De acordo com a autora, a indústria não conseguia se firmar, sendo preciso o auxílio direto do governo. Em 1892, o Congresso votou uma lei que diminuía 30% das taxas sobre a importação de máquinas, equipamentos para lavoura, ferramentas aos operários, matérias-primas e demais artigos de uso nas fábricas. Muitas concessões privilegiadas ocorreram no período, havendo, segundo Luz (1975) injustiças e abusos na concessão de isenções fiscais, pagas por todos os contribuintes e desfalcando o Tesouro Nacional. Os industrialistas desejavam ainda, segundo a autora, que fosse revisada essa tarifa alfandegária, pois, segundo eles, o aumento dos impostos encareceria o custo de vida no Rio de Janeiro. Segundo Luz (1975, p. 119):

Esse movimento a favor de uma revisão dos direitos alfandegários resultou na pauta de 1896 que foi, entre todas as tarifas brasileiras até então decretadas, a que revelou intuições protecionistas mais acentuados. A comissão encarregada da revisão da tarifa, refletindo o pensamento expresso por Serzedelo Correa, manifestava uma orientação marcadamente nacionalista e procedeu a reforma tendo em vista dois grandes argumentos a favor de uma determinada política protecionista – da vulnerabilidade de nossa economia baseada na exportação de uns poucos produtos agrícolas e do desequilíbrio da nossa balança comercial.

Defendiam então, o impulso na produção nacional, seja agrícola ou industrial, mas por meio de uma tarifa protetora com maior atenção às indústrias que eram abastecidas de matéria-prima do próprio país. Tinha-se, ainda, no final do XIX, outro problema. A crise do café e o agravamento que a mesma acarretou no plano econômico brasileiro, refletindo diretamente nas questões da indústria. Em 1897 uma nova tarifa é decretada, porém, com reduções de taxas. Entretanto, por privilegiar alguns ramos industriais em detrimento de outros, gerou mais descontentamento e insatisfação. Entrava-se em discussão a validade do sacrifício das rendas aduaneiras, para manter as indústrias.

Em 1899, segundo Luz (1975), na gestão do presidente Campos Sales, foi nomeada uma comissão para revisar a pauta aduaneira, onde os componentes eram de uma corrente que reconhecia os supostos abusos praticados em nome da proteção à indústria nacional. Ocorreu, assim, uma reforma no Congresso Nacional. Campos Sales adotou medidas de saneamento financeiro do governo e, em 1900, a nova tarifa fora decretada, tendo como foco a arrecadação eficiente e rentável. Em

1901, entretanto, houve uma elevação na moeda causando desconforto nas indústrias brasileiras e questionamentos acerca das políticas implementadas por Campos Sales. Essa crise, evidenciou que o problema do país não era somente econômico, mas também financeiro. O Brasil passava por uma crise de subprodução, onde pouco se produzia.

Por isto, de acordo com Luz (1975), formou-se um movimento em defesa do estímulo à produção industrial nacional. Essa forte corrente, tomou duas principais direções: a primeira, seria a nacionalização das indústrias brasileiras e a segunda, a proteção dos produtos agropecuários. Em meio a este movimento foi surgindo no país uma onda de sentimentos contrários e negativos quanto as indústrias artificiais. Um exemplo de indústria artificial, segundo a autora, é a indústria de fósforos, uma vez que tudo importava, desde o palito até o papel de embrulho. Ou seja, o único trabalho era montar o palito de fósforo e colocá-los na caixinha. Discussões acerca da necessidade da concessão de direitos às fábricas nacionais, para que pudessem produzir tudo aquilo que até então era importado, foram muitas vezes repudiadas.

Nas primeiras décadas do século XX fortaleceu-se o movimento nacionalista industrialista que reivindicava, do Governo Federal, mais medidas protecionistas contra os produtos estrangeiros. Para Luz (1975), este movimento favoreceu não somente as indústrias, como toda a produção nacional. Sem contar que reuniu grandes industrialistas como Serzedelo Correa, Barata Ribeiro e Osório de Almeida. Por outro lado, São Paulo que pouco havia participado na luta a favor da indústria, passou a participar ativamente do movimento protecionista.

Entre 1903 e 1904 várias tentativas de revisão da pauta aduaneira ocorreram e as tendências nacionalistas da época visavam defender a produção nacional, por meio de uma tarifa protecionista. Neste contexto, o deputado mineiro João Luís Alves, propôs, por exemplo, um projeto extremamente nacionalista, onde propunha uma grande elevação dos direitos sobre os produtos nacionais e, com preconceito à chamada indústria artificial defendia algumas indústrias em detrimento a outras. As indústrias de sua preferência eram as que se utilizavam de matéria-prima nacional. (LUZ, 1960)

O projeto não foi aceito pelas oposições regionais. Após discussões no Congresso sobre os direitos alfandegários serem cobrados em ouro e em papel moeda, foi decretado que 50% seria cobrado em ouro. E essa foi a única forma de se conseguir maior proteção às indústrias naquele momento. No entanto, o aumento

dos direitos alfandegários, com a elevação da quota-ouro, acarretou no encarecimento do custo de vida da população brasileira, principalmente nos centros urbanos maiores. O resultado é que a tarifa não foi bem aceita pela maioria. (LUZ, 1975)

Para o financista da época, Barão D'Anthourad, não somente o protecionismo encareceu o custo de vida, como, também, levou ao aumento das despesas públicas. A partir de 1905, contra a indústria onerosa que acarretou no alto custo de vida, surgiu uma intensa campanha não só da lavoura, mas também da população urbana, que havia crescido em massa nos primeiros anos da República e que se via afetadas com a questão. Versos, cada vez mais frequentes, desmoralizando a indústria surgiram entre as camadas urbanas principalmente do Distrito Federal e São Paulo. Tal oposição reforçava os interesses da agricultura. Contudo, até meados de 1911 observou-se um grande impasse na solução do problema da revisão da pauta aduaneira, além de continuarem os ataques à indústria nacional (LUZ, 1975).

De acordo com a autora, como as alterações dos direitos alfandegários eram constantes, os industrialistas queriam uma tarifa que acabasse com esse problema. Em meados de 1905, criou-se a Caixa de Conversão para valorizar o café e estabilizar o câmbio, mas que acabou também entrando em discussão entre os industrialistas. Ocorre que em 1910, a exportação de produtos nacionais superou a importação fazendo com que, através da Caixa de Conversão, circulasse uma grande quantidade de papel ao invés de ouro, causando inflação. Em 1913 veio a crise internacional, de cunho fiscal, que baixou os preços dos produtos nacionais. A indústria nacional foi afetada, sendo a de tecidos a mais atingida.

Com o impacto da I Guerra mundial (1914-1918), a indústria nacional, no entanto, passou a firmar-se e outras surgiram devido a procura por artigos que não estavam sendo fabricados nos países envolvidos no conflito bélico. São Paulo expandiu o campo industrial, sobretudo a indústria de tecidos, chapéus e calçados. Houve, ainda, o crescimento dos impostos de consumo pelos artigos de fabricação nacional. A população operária também cresceu e serviu, assim, para reforçar a posição política da indústria que crescia. Um embate começaria, no entanto, na década de 1920, entre o comércio importador e a indústria nacional, já que o primeiro buscava combatê-la a todo custo. Neste contexto, a questão sobre a reforma da tarifa aduaneira voltou em discussão. Em 1915 foi criada no Congresso,

uma comissão mista de deputados e senadores, protecionistas e livre-cambistas, para formular um projeto de reforma da tarifa aduaneira. Venceram os interesses do Centro Industrial (LUZ, 1975).

Em 1919 foi apresentado novo projeto pelo Ministro da Fazenda Homero Batista, que visava a redução dos direitos alfandegários sobre as mercadorias que não eram produzidas no Brasil e que eram difíceis de abastecer em território nacional. Batista defendia aquelas indústrias que se utilizavam das matérias-primas nacionais. Prevendo qualquer tipo de negação ou resistência ao projeto, Batista enviou-o para o Congresso já com uma solicitação para ser posto em prática imediatamente. Mas esquecera do prestígio político que a indústria nacional havia atingido. Rio de Janeiro e São Paulo não ficaram contentes com as medidas propostas e a reforma ficou engavetada no senado (LUZ, 1975).

Entre 1920 e 1924, houve uma série de movimentos revolucionários no país, além do custo de vida ter aumentado significativamente. Assim, além dos agricultores, parte da população urbana das grandes cidades passou a se opor às indústrias, acreditando que elas só encareciam o custo de vida. Em face da dificuldade dessa luta pela industrialização, em São Paulo, em 1928, organizou-se um novo centro para discutir os direitos industriais. Tratava-se do Centro das Indústrias de São Paulo, cujo líder era Roberto Simonsen.

No discurso de inauguração do referido Centro, Simonsen esclareceu os fundamentos nacionalistas da política industrial brasileira. Ele procurava, com isto, conciliar os interesses nacionais e os da indústria, por meio de seu conceito de função social. A indústria, segundo Simonsen, teria responsabilidades sociais com a população e a população, por sua vez, deveria torcer pela prosperidade das indústrias que seriam, segundo ele, o mesmo que a nação (LUZ, 1975).

De acordo com Lima (1976), Roberto Simonsen foi um dos maiores lutadores e coerentes industrialistas que o Brasil já teve. Além de ter impulsionado o setor industrial e outros tipos de empreendimentos, foi um importante líder e técnico da industrialização, tendo uma ação ampliada no campo da economia. Sua atuação foi marcante entre as duas guerras mundiais (1914-1918 e 1939-1945), falecendo três anos após a II Guerra. Escreveu vários manifestos, livros e documentos em defesa na industrialização brasileira. Segundo Simonsen apud Lima (1976, p.161):

[...] Assim, os brasileiros que combatem a implantação e disseminação das indústrias no país, fazem consciente ou inconscientemente obra a favor das nações estrangeiras, interessadas na conquista de nossos mercados, trabalhando para que retrogrademos à posição de colônia dos produtores estrangeiros, à mercê ainda de um bloqueio econômico em caso de guerra.

Para Lima (1976), Simonsen não poderia ser mais claro a respeito do seu posicionamento quanto ao papel da indústria na economia brasileira tanto em relação ao mercado interno, quanto externo. Era protecionista afirmando que embora o protecionismo pudesse cercear, por algum tempo, o intercâmbio entre países, no geral, traduzia-se em uma forma de liberdade de produção dentro das nações que adotavam esta política.

Para Simonsen, os países que adotavam políticas protecionistas estavam, ao mesmo tempo, oferecendo a qualquer um dos seus cidadãos, condições para montar a própria indústria no ramo que desejasse e, de maneira sadia, proteção ao seu negócio contra *dumpings* ou outras possíveis manobras que seus concorrentes estrangeiros pudessem utilizar. Além da sua atuação prática, Simonsen deixou ao país um grande legado intelectual materializado em várias obras que tratavam, inclusive, sobre a formação econômica do Brasil. (LIMA, 1976)

Sobre a política industrial no Brasil entre 1880-1930, Luz (1975) destaca cinco momentos importantes: a) política de amparo visando a produção nacional e o aproveitamento dos recursos naturais do país; b) tentativas de oposição ao industrialismo implantado pela República durante o período de 1891 a 1898; c) a vitória na primeira década do século XX, da política fiscal favorável a indústria; d) manutenção do câmbio com taxas baixas e a cobrança, em ouro, dos direitos de importação; e) tentativa de se inaugurar um novo industrialismo a partir de 1910, alicerçado nas indústrias básicas.

A autora conclui sua obra enfatizando a ideia de que os movimentos nacionalistas industrialistas vigentes no Brasil colonial (1500-1822) até o Segundo Reinado (1840-1889), não conseguiram resultados positivos significativos em razão dos fortes interesses ingleses no Brasil e pela política fiscal nacional que favorecia, de forma ampla e irrestrita, os interesses agrários, dominados por Luz de “lavoura”, pois estes eram quem dirigiam, de fato, os destinos nacionais.

A partir de 1875, sob os argumentos a respeito da necessidade de se equilibrar o balanço de pagamentos, os grupos de interesses ligados à indústria, passaram a ganhar espaço. Complementarmente a este discurso, têm-se, também, as reivindicações nacionalistas contra o comércio estrangeiro, as crises agrícolas e a baixa renda nacional, levando, o Governo Central, paulatinamente, direcionar políticas voltadas ao amparo da produção incluindo a industrial.

De acordo com Luz, apesar de terem apresentado falhas e muitas vezes se mostrarem parcias e incipientes, as políticas e as reivindicações dos grupos ligados aos movimentos nacionalistas industrializantes desenvolvidos no Brasil e fortalecidos sobretudo a partir do final do século XIX não devem ser menosprezados. Segundo a autora, não significaram apenas as primeiras tentativas de se promover, de fato, a industrialização no país, mas, principalmente sementes que germinaram e que contribuiriam de forma significativa para o desenvolvimento industrial e a industrialização do país.

#### **4 CONCLUSÃO**

Nesta obra, Luz mostra que desde o Brasil-colônia, na fase mercantil comercial, já existiam pessoas e grupos que defendiam a ideia de que deveria haver na Colônia a possibilidade do desenvolvimento de algumas indústrias, além da açucareira. Este desejo se fortaleceu no século XVIII dando origem a um movimento que a autora chamou de nacionalista industrializante. Luz, em sua obra retrata as ações destes grupos favoráveis à industrialização desde o período joanino, com as primeiras políticas industriais implementadas por D. João VI.

O estudo mostrou ainda que, para Luz, durante todo o período de 1808 até 1930, não importando o regime de governo, existiram pessoas e grupos com uma mentalidade industrialista buscando o amparo governamental para o desenvolvimento do setor industrial brasileiro. A autora ressalta que, ao longo de todo este período histórico, a forma de proteção mais buscada e aplicada pelos governos foi a proteção essencialmente baseada na tarifa aduaneira.

A autora evidenciou, ainda, que em épocas de crise os industrialistas buscavam, também, subsídios financeiros, evocando, sempre, a necessidade de receberem benefícios iguais aos ofertados ao setor agrícola. Reivindicações, nem sempre satisfeitas, sobretudo quando se tratava da pauta alfandegária, sempre instável e motivo de grandes controvérsias entre o governo e os grupos de

interesses agrários e industriais. Em geral, a “lavoura” como se refere Luz ao setor agrícola saia vitoriosa.

Esta situação só passou a mostrar mudanças importantes a partir de 1875, quando a crise agrária colocou em xeque o poder da “lavoura” gerar renda interna suficiente para resolver os constantes problemas da economia brasileira, não somente no tocante ao desemprego, mas, também, nos constantes *déficits* no balanço de pagamento.

Assim, os discursos sobre a necessidade de se industrializar o país, bem como sobre a capacidade da indústria cumprir melhor o papel de setor gerador de renda interna, para cobrir tais déficits, passaram a fazer parte da pauta e dos discursos dos nacionalistas industrialistas, sobretudo durante a Primeira República (1889-1930).

Por meio deste estudo foi possível concluir que o movimento nacionalista industrialista que se manifestou durante todo o período estudado, embora naquela época não tenha surtido os efeitos esperados, foi de grande importância para a construção dos pilares do que viria a ser setor industrial brasileiro na atualidade.

## 5 REFERÊNCIAS

LIMA, H. F. **História do pensamento econômico no Brasil**. São Paulo: Companhia Editora Nacional, 1976.

LUZ, N. V. **A Luta pela industrialização do Brasil: 1808-1930**. 2. ed. São Paulo: Alfa-Omega, 1960 e 1975.

LUZ, N. V. Inquietação revolucionária no Sul: a Conjuração Mineira. In: LINHARES, M. Y. e S.; TEIXEIRA, F.C. **História Geral da Civilização Brasileira**. São Paulo: Brasiliense, 1981. Tomo I.

LUZ, N. V. As Tentativas de Industrialização no Brasil. In: HOLANDA, S. B. de. **O Brasil Monárquico: declino e queda do Império**. 5. ed. Rio de Janeiro: Bertrand Brasil SA, 4 Vol. Coleção História Geral da Civilização Brasileira, 1995, p. 28-41.

LUZ, N. V. **Amazônia para os negros americanos**. Rio de Janeiro: Saga, 1968

MARTINS, W. Nacionalismo Econômico. **O Estado de São Paulo**. São Paulo, edição de 07 de outubro de 1961. p.10. Disponível em <<https://acervo.estadao.com.br/pagina/#!/19611007-26521-nac-0010-lit-2-not>> Acesso em 03 de agosto de 2019.

PEREIRA, R. S.; COSTA, R. C. P. Historiografia e o nascimento da industrialização brasileira. **Anais do XXVI Simpósio Nacional de História – ANPUH**. São Paulo. Julho, 2011.

RIBEIRO, M. A. R. As primeiras pesquisadoras brasileiras em história econômica e a construção da disciplina no Brasil. **História econômica & história de empresas II**. 2 (1999), 7- 40.

O ESTADO DE SÃO PAULO. Uma mulher ganhou o prêmio “Fábio Prado”. **O Estado de São Paulo**. São Paulo, edição de 27 de julho de 1962. p.38. Disponível em <<https://acervo.estadao.com.br/pagina/#!/19620727-26766-nac-0038-fem-6-not>> Acesso em 04 de agosto de 2019.

## **A ECONOMIA NEOCLÁSSICA E A ECONOMIA COMPORTAMENTAL: UMA ANÁLISE COMPARATIVA**

Janaína de Lima Caciolato<sup>1</sup>  
Rosalina Lima Izepão<sup>2</sup>

### **Área 01: História Econômica, Economia Política e Metodologia**

#### **Resumo**

Atualmente tem crescido o interesse dos pesquisadores da área de Economia, pela análise do comportamento do consumidor. Neste aspecto, a Teoria Neoclássica foi pioneira, mas, atualmente, a Economia Comportamental vem ganhando espaço no meio acadêmico. Neste artigo tem-se como objetivo analisar alguns dos pressupostos teóricos da Economia Neoclássica e da Economia Comportamental, no que se refere aos elementos que podem afetar a tomada de decisão dos consumidores em relação à aquisição de determinado bem ou serviço e compará-los visando perceber seus possíveis pontos convergentes e divergentes. Metodologicamente, tratou-se de um estudo bibliográfico-descritivo. Os resultados da pesquisa mostraram que os fatores inerentes ao comportamento dos indivíduos/consumidores na tomada de decisão ultrapassam as premissas da Economia Neoclássica, o que comprova a autenticidade da Racionalidade Limitada abordada por Hebert Simon e pelos defensores da Economia Comportamental. Esta vertente do pensamento econômico, ao acrescentar os fatores psicológicos que exercem influência direta sobre a emoção das pessoas, e, também, os estudos no ramo da Neurociência, oferecem melhor compreensão referente ao processo de decisão do consumidor que é um ser racional, mas que também que possui alguma irracionalidade.

**Palavras-chave:** Economia Neoclássica. Economia Comportamental. Decisão do Consumidor.

#### **Abstract**

At present, the interest of researchers in the area of economics has grown, through the analysis of consumer behavior. In this respect, Neoclassical Theory was a pioneer, but modern Behavioral Economics has been gaining ground in academia. The objective of this study is to analyze some of the theoretical assumptions of each aspect, that is, of Neoclassical Economics and Behavioral Economics, as regards the elements that may affect the decision-making of consumers in relation to the acquisition of a particular good or service and compare them in order to perceive its convergent points, if any and divergent. Methodologically, this is a research of the bibliographic-descriptive type, based on books, theses and scientific articles on the subject. The results of the research showed that the factors inherent to the behavior of the individuals/consumers in the decision making, go beyond the premises of the Traditional Economy, which proves the veracity of the Limited Rationality approached by Hebert Simon. In Behavioral Economics, by adding psychological factors that have a direct influence on people's emotions, as well as studies in the field of Neuroscience, it is possible to better understand the decision-making process of the consumer, a rational being, but with irrationality.

**Keywords:** Neoclassical economics. Behavioral Economics. Consumer behavior.

---

<sup>1</sup> Bacharel em Ciências Econômicas pela Universidade Estadual de Maringá.

<sup>2</sup> Professora no Departamento de Economia da Universidade Estadual de Maringá – [relizepao@uem.br](mailto:relizepao@uem.br).

## 1 INTRODUÇÃO

Um dos objetos da Ciência Econômica é estudar os recursos escassos na sociedade e, nela, como os indivíduos se relacionam e tomam decisões. Ao longo do tempo, escolas do pensamento econômico elaboraram estudos com a finalidade de apresentar postulados de base metodológica que expliquem tais interrelações. No que se refere à análise sobre o comportamento do consumidor, a Teoria Neoclássica foi pioneira, mas, atualmente, em razão do atual estágio de desenvolvimento do capitalismo, que estabeleceu novos padrões de produção e consumo totalmente diferentes da época em que se criou esta teoria, outros estudos têm surgido com objetivo de tentar desvendar os fatores que afetam o comportamento do consumidor em relação à tomada de decisão para a aquisição de qualquer produto ou serviço. Uma destas áreas relaciona-se à Economia Comportamental.

Considerando-se o exposto, no presente artigo tem-se como objetivo analisar alguns dos pressupostos teóricos da Teoria Neoclássica e da Economia Comportamental, no que se refere aos elementos que podem afetar a tomada de decisão dos consumidores em relação à aquisição de determinado bem ou serviço e compará-los visando perceber seus pontos convergentes e divergentes. Metodologicamente, tratou-se de uma pesquisa do tipo bibliográfico-descritiva com base em livros, teses e artigos científicos que tratam o tema.

O artigo encontra-se estruturado em quatro seções, além da Conclusão. Na primeira tem-se esta Introdução, na segunda apresentam-se os aspectos teórico-históricos relacionados ao comportamento do consumidor sob a ótica da Teoria Econômica Neoclássica, na terceira faz-se o mesmo em relação à Economia Comportamental e na quarta destacam-se, por meio da comparação, os principais elementos de cada vertente, enfatizando-se na Economia Comportamental a questão da Neurociência.

## 2 ASPECTOS TEÓRICO-HISTÓRICOS RELACIONADOS AO COMPORTAMENTO DO CONSUMIDOR

### 2.1 A TEORIA NEOCLÁSSICA DO CONSUMIDOR (TNC) E A UTILIDADE COMO MEDIDA DE SATISFAÇÃO

Embora o presente artigo não tenha como objetivo analisar as mudanças históricas, nem as origens das ideias relacionadas à racionalidade econômica, não se pode deixar de destacar a importância do pensamento econômico de Adam Smith acerca do auto interesse no comportamento do indivíduo e seus benefícios à coletividade, bem como a ideia de que o

valor das mercadorias está associado ao trabalho. São postulados que se tornaram, ao longo do tempo, elementos importantes nos estudos econômicos, em especial de David Ricardo, Thomas Malthus e Stuart Mill (FEIJÓ, 2007). A partir de Smith, se teve o estabelecimento de um modelo de economia política seguida pelos demais autores clássicos tendo como eixos comuns de análise os fenômenos econômicos. A Grã-Bretanha foi o paradigma de interpretação durante o século XVIII e parte do XIX na Europa.

A partir da década de 1870 desenvolveu-se uma nova interpretação da economia que foi considerada continuação da escola clássica. A esta corrente deu-se o nome de escola neoclássica. Apesar de tratada como seguimento da escola clássica, os pilares do pensamento neoclássico apresentam diferenças importantes em relação aos clássicos. Como exemplo de mudança tem-se a substituição da teoria do valor do trabalho, pela teoria do valor utilidade. Assim, o valor das mercadorias que antes era dado pelo número de horas trabalho necessário para produzi-la, para os neoclássicos é determinado pela utilidade que cada produto traz para os seus consumidores (FEIJÓ, 2007).

De acordo com Carrera, Fernandez (2009 apud SANTOS, 2015) um dos princípios da Teoria Neoclássica do Consumidor (TNC) é a racionalidade utilitarista no qual seus postulados implicam no comportamento utilizador. Este ato é social, pois abrange todos os indivíduos que negociam no mercado. Os seus pilares são, segundo Santos (2015): a) maximização da utilidade onde o consumidor, diante diversas cestas de produto, tem a capacidade de definir qual cesta melhor atende as suas preferências, considerando-se determinada renda disponível; b) a minimização dos gastos e/ou custos, pois o consumidor tem capacidade suficiente para fazer cálculos matemáticos para minimizar seus custos. Assim, o consumidor tem gastos e custos conhecidos e podem ser reduzidos. Quando o consumidor se encontra diante de um produto com preço mais baixo, logo entende que isto é dado pelo mercado e que sua qualidade não se diferencia, nem cai por este motivo. Portanto, para o consumidor a redução do preço se baseia no aumento da oferta ou redução da procura do produto, diante das condições de maximização da utilidade e minimização dos gastos e/ou custos.

Para Carrera e Fernandes (apud SANTOS, 2015) são pressupostos da TNC: a) a existência de informações completas ou perfeitas onde o consumidor, considerando a sua renda disponível, conhece o mercado, as mercadorias disponíveis e seus preços; b) o indivíduo sempre busca o maior consumo de qualquer produto porque é insaciável e só não

agirá assim se houver restrição orçamentária; c) a curva de indiferença possibilita, ao consumidor, substituir uma cesta de mercadorias por outra sendo o limite dado pela restrição orçamentária e; d) as curvas de indiferença são convexas em relação à origem, o que possibilita notar graficamente a tangência com a reta de restrição orçamentária. Nesse ponto, o indivíduo dispõe de uma renda limitada e a utiliza com uma cesta de mercadorias que melhor atenda suas necessidades, no que se refere à quantidade e ordem de preferência.

Para Oliveira e Bonini (2013), a TNC representa a utilidade de um ser racional e calculista que busca sempre maximizar sua satisfação, diante da restrição orçamentária e um *trade-off* entre o prazer e a dor. As preferências são consideradas relativamente estáveis, estabilizadas e consistentes. As pessoas são capazes de ordenar suas preferências em relação às mercadorias, sem a influência de fatores culturais ou impostos pela sociedade, pois possuem informação completa, o que o possibilita calcular a utilidade ou valor esperado.

## 2.2 A TEORIA DA ESCOLHA RACIONAL (TER) E A MAXIMIZAÇÃO DA SATISFAÇÃO DO CONSUMIDOR

As análises relacionadas à racionalidade econômica, na vertente neoclássica tem como base teórica a Microeconomia. Este campo da Ciência Econômica encontra-se ligado às Teorias da Escolha Racional (TER) e Neoclássica do Consumidor (TNC), além da condição de *homo economicus* do indivíduo. Segundo Ward (2002, apud SCHEEFFER, 2013), a Teoria da Escolha Racional (TER) surgiu entre as décadas de 1950/60 nos Estados Unidos e tinha como objetivo analisar o comportamento dos indivíduos, por meio de métodos empíricos. A ideia da TER está relacionada ao fato de que os indivíduos são interessados em sua própria satisfação. O que explica o que leva as pessoas a tomarem determinadas decisões.

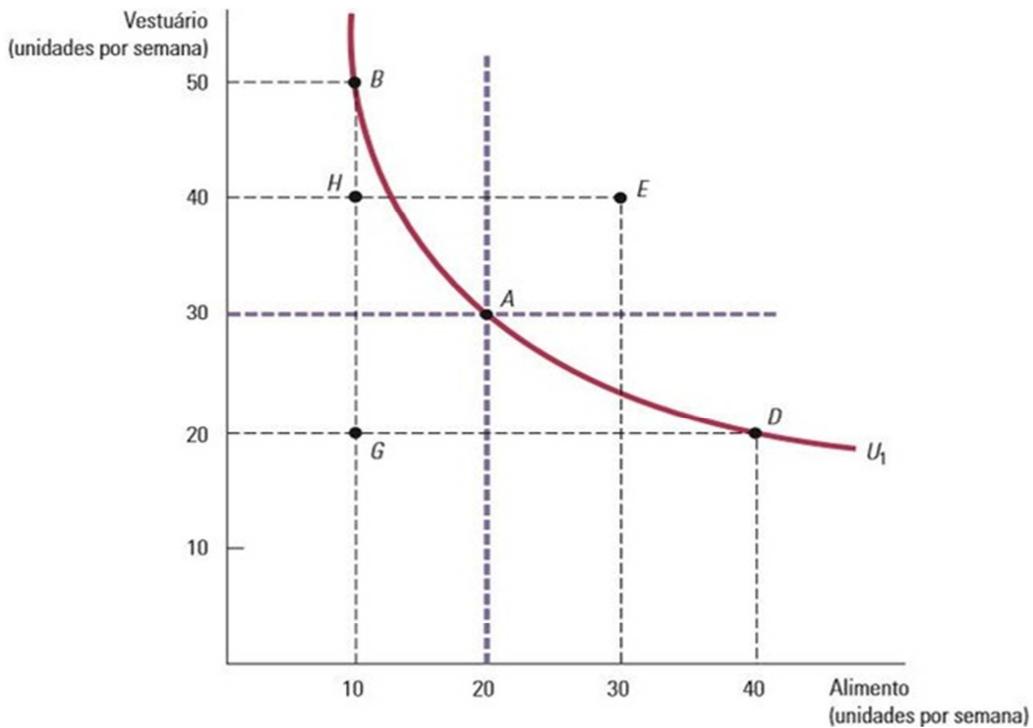
Para Ferreira e Carvalho (2010), a TER é usada como uma suposição do comportamento do consumidor em modelos e análises microeconômicas. De acordo com os autores, os agentes escolhem consumir determinados produtos de modo a satisfazer seus interesses e maximizar sua felicidade ou utilidade. Assim, o elemento principal de análise é a racionalidade econômica do consumidor, ou seja, para os seus teóricos, o comportamento do consumidor obedece a um padrão egoísta, racional e com opções de consumo baseadas somente na busca do maior benefício. O seu interesse é o próprio prazer e satisfação, com o menor custo ou sofrimento possível.

Becker (apud SANTOS, 2015), qualifica o *homo economicus* como um indivíduo onisciente, capacitado, otimizador e que busca a maximização de suas utilidades frente ao mercado que é estático, ou seja, o preço já é estabelecido e não sofre alterações, representando o equilíbrio entre a oferta e a demanda já conhecidas de todos. Para este fim, o mesmo utiliza de mecanismos como cálculos, por meio de modelos matemáticos e recursos computacionais. Com base na função utilidade, o *homo economicus* pode definir um ponto de equilíbrio onde benefícios e custos marginais são iguais, facilitando, assim, a troca. Portanto, toda ação e tomada de decisão do consumidor, no mercado, resultará na maximização de sua utilidade. Trata-se de um processo natural e inconsciente. Sternberg e Mio (2009, apud PRATES, 2014) definem o *homo economicus* como um tomador de decisões que tem conhecimento de todas as possíveis opções e resultados na decisão a ser tomada. Trata-se de um ser que é capaz de perceber até mesmo as diferenças mais sutis existentes entre as várias opções, e, por isto age de forma completamente racional em relação à escolha das opções disponíveis.

Segundo Santos (2015), em se tratando de racionalidade econômica, todos os indivíduos que atuam no mercado são influenciados pelo mesmo e, como visto na Teoria das Escolhas Racionais, além de conhecer a lei da oferta e da demanda, sabem aplicar em suas escolhas, cálculos matemáticos. A escolha ótima se baseia na junção do conhecimento da curva de indiferença e a função utilidade. A preferência do consumidor pode ser expressa, graficamente, por meio das curvas de indiferença. Segundo Pindyck e Rubinfeld (2014, p. 69): “Uma curva de indiferença representa todas as combinações de cestas de mercado que fornecem o mesmo nível de satisfação para um consumidor. Para ele, portanto, são indiferentes as cestas de mercado representadas pelos pontos ao longo da curva”.

A curva de indiferença da Figura 01 é denominada de U1, apresenta inclinação negativa e passa pelos pontos A, B e D, onde o consumidor é indiferente à escolha entre vestuário e alimento, em qualquer um desses três pontos. Sabe-se que o consumidor tem a preferência por maiores quantidades de um bem, em vez de menores. Logo, A é preferível a G e E é preferível a A. Esse cenário permite a compreensão de um gráfico que apresenta um mapa de curvas de indiferença representado na Figura 02 (PINDICK, RUBINFELD, 2014).

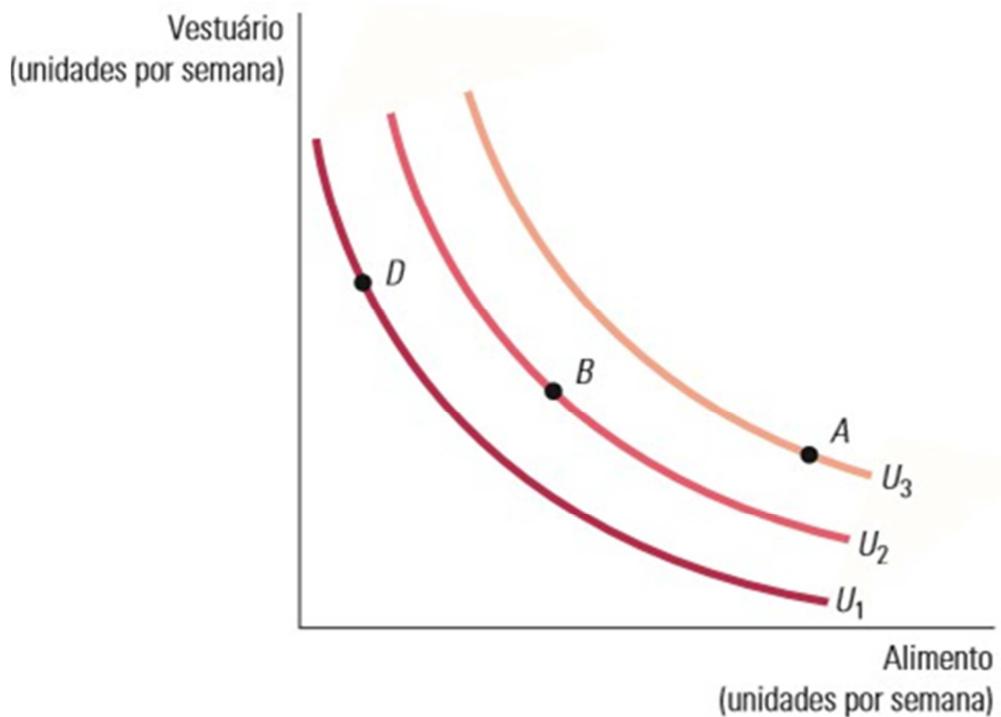
Figura 01 – Uma curva de indiferença



Fonte: Pindyck e Rubinfeld (2014, p. 70).

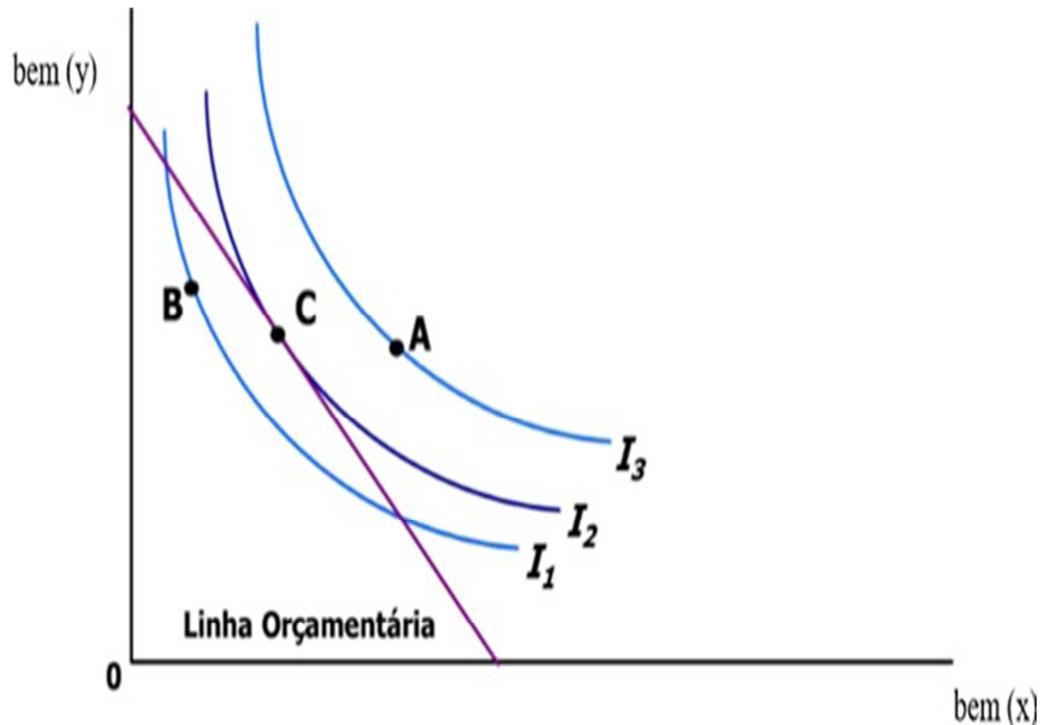
O mapa de curvas de indiferença, na Figura 02, mostra um conjunto de curvas de indiferença. A curva  $U_3$  apresenta a combinação entre vestuário e alimento que representa maior satisfação ao consumidor seguida pelas curvas  $U_2$  e  $U_3$ . Segundo os autores, em Economia o conceito de utilidade  $U$  refere-se à satisfação de um consumidor com determinada cesta de mercadoria, no qual a mesma é expressa em valor numérico. A função utilidade mostra o nível de utilidade de cada cesta, é representada através de uma fórmula. Por exemplo, suponhamos que um indivíduo apresente uma função utilidade do tipo alimento ( $A$ ) e vestuário ( $V$ ) seja  $u(A, V) = A + 2V$ . Após atribuir valores a  $A$  e  $V$ , o resultado demonstrará níveis de utilidade de cada cesta, assim como exemplificado anteriormente no mapa de curvas de indiferença. Se a cesta  $B$  é menos preferível comparada à cesta  $A$ , então esta última tem que ter um valor maior. A Figura 03 apresenta a maximização da utilidade de um consumidor racional, ou seja, o ponto ótimo de sua escolha.

Figura 02 – Um mapa de indiferença



Fonte: Pindick e Rubinfeld, (2014, p. 71).

Figura 03 – Ponto ótimo de escolha do consumidor



Fonte: Silva, (2013, p.15).

A linha de restrição orçamentária tangencia a curva de indiferença I e mostra o quanto o consumidor pode gastar ao adquirir bens e/ou serviços. Sabe-se que o consumidor prefere sempre mais a menos bens, sua escolha ótima se encontra no ponto de tangencia entre a linha de restrição orçamentaria e a mais alta curva de indiferença, o ponto C nesse exemplo.

### **3 ASPECTOS TEÓRICO-HISTÓRICOS RELACIONADOS AO COMPORTAMENTO DO CONSUMIDOR SOB A ÓTICA DA ECONOMIA COMPORTAMENTAL**

#### **3.1 CONCEITOS COGNITIVOS EM ECONOMIA E A RACIONALIDADE LIMITADA (RL)**

Segundo Almeida (2017), a Economia Comportamental utiliza resultados empíricos da Psicologia para melhor compreender o comportamento e decisões dos indivíduos. Estas discussões na área da Economia Comportamental iniciaram-se no final dos anos 1970. Em 1978, Hebert Simon recebeu o Prêmio Nobel de Economia ao inserir conceitos de aspecto cognitivo em Economia, denominado de Racionalidade Limitada. Ao contrário do que diz a Racionalidade Econômica da TNC e TER, a Racionalidade Limitada (RL) acrescenta à capacidade cognitiva de escolha racional dos consumidores, a influência dos fatores psicológicos. Simon rejeita o postulado de maximização de utilidade da TNC em sua abordagem sobre a Racionalidade Limitada. Nesse contexto, em qualquer processo de tomada de decisão, o consumidor não consegue maximizar sua utilidade, pois não existe apenas uma solução ótima, mas, sim, várias alternativas de escolhas. O consumidor busca sempre a melhor entre elas, sem a necessidade de maximização da utilidade<sup>3</sup>.

Para Simon (apud SANTOS, 2015), o consumidor apresenta decisão sub-ótima, o que implica dizer que sua satisfação do momento pode ser diferente posteriormente. Para Simon frente à tomada de decisão, o indivíduo prefere modelos mentais a econômicos e os fatores

---

<sup>3</sup> “O argumento de Racionalidade Limitada, proposto por Simon, foi construído a partir da premissa de dinâmica do sistema econômico, em que não apenas as ações dos agentes econômicos mudam ao longo do tempo, mas também o próprio ambiente em que atuam. Dessa forma, a capacidade de predição dos eventos futuros torna-se impossível, em virtude da incerteza sobre as condições futuras do ambiente. Além da incerteza quanto à probabilidade de ocorrência de eventos futuros, o argumento de Racionalidade Limitada assume também que os agentes não possuem capacidade de obter e processar todas as informações relevantes para a tomada de decisão, tendo em vista a complexidade do sistema em que estão inseridos. Portanto, Racionalidade Limitada não está apenas relacionada à incerteza estrutural, pois mesmo considerando uma situação hipotética de perfeita informação, a limitação dos agentes para processar este conjunto de informações inviabiliza a busca de resultados maximizadores.” (MELO; FUCIDJI, 2016, p.623)

emocionais influenciam esta situação, afetando suas decisões. Simon defende a ideia de que o indivíduo, por ter Racionalidade Limitada, na tomada de decisão precisa da ajuda de especialistas para que as falhas nas suas escolhas sejam minimizadas (SANDRONI, 1999 apud SANTOS, 2015).

Apesar da base teórica da Racionalidade Limitada se localizar na vida organizacional, para Santos (2015), em qualquer momento do processo de decisão, o consumidor poderá sofrer a influência de elementos comportamentais, sejam elas limitações cognitivas próprias ou de terceiros. De acordo com Freud (1976, apud SANTOS, 2015), a personalidade humana encontra-se dividida em id, ego e superego. No momento da compra, o indivíduo pode desejar satisfazer algo de seu interesse com fatores id inconsciente, por exemplo. A teoria aborda que os fatores que atingem diretamente o ego deveriam estar fortalecidos, proporcionando ao indivíduo controle do que deseja, por meio do raciocínio sobre sua renda limitada, e o real desejo sobre dado produto. Mas não é isto o que ocorre. Assim, o ego encontra-se fraco, o que o impossibilita dizer não ao id e o torna incapaz de seguir o superego. Trata-se de uma análise, portanto, que se contrapõe aos pilares da TNC e da TER dos neoclássicos.

Os processos, segundo a Racionalidade Limitada, mostram a limitação de cognição dos indivíduos racionais e possíveis alternativas ao mesmo no ato de suas decisões de consumo. O autor destaca que os elementos comportamentais são os fatores de maior peso frente a essas decisões. Para Hebert Simon (apud SANTOS, 2015), o mercado é um ambiente incerto e dinâmico. No ato da compra, algo inesperado pode acontecer como, por exemplo, a alteração no preço, e, também, existe a possibilidade de um comprador e/ou vendedor não se dispor a negociar com uma pessoa em ambiente mercadológico. Simon afirma que o consumidor tem pouco conhecimento sobre o ambiente de trocas e preço do mercado. Assim, diferente da visão neoclássica em que o mercado é estático, pela Racionalidade Limitada da Economia Comportamental o mercado é dinâmico.

### **3.1.1 A Economia Comportamental e a diversidade de fatores que podem influenciar as decisões do consumidor**

Precursor da Psicologia Econômica, Gabriel Tarde defendia a ideia de que os elementos psicológicos deveriam ser considerados nas análises dos fenômenos econômicos. Em 1902, Tarde publicou o livro *La psychologie économique*, que é considerado o marco oficial do nascimento da área da Economia Comportamental. Contrariando a visão

neoclássica sobre as decisões do consumidor, esta vertente do pensamento econômico defende a ideia de que existe uma realidade formada por indivíduos que tomam decisões com base em: “hábitos, experiências pessoais [...] tomam decisões rapidamente; têm dificuldade de conciliar interesses de curto e longo prazo; e são fortemente influenciadas por fatores emocionais e pelas decisões daqueles com os quais interagem” (BIANCHI, ÁVILA, 2015, p.14).

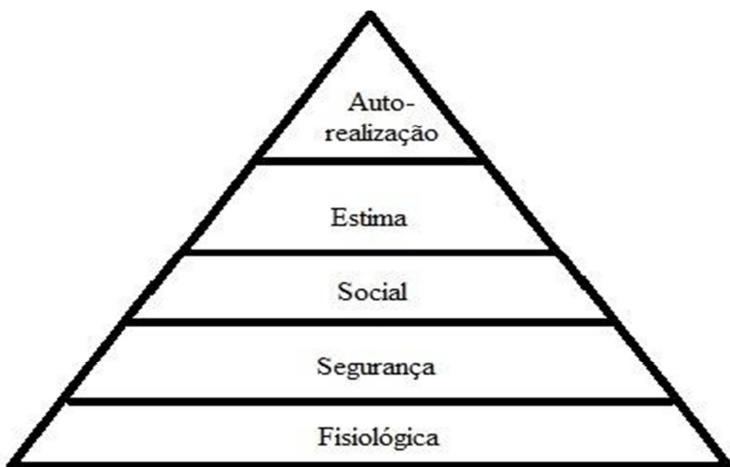
O método de pesquisa utilizado no estudo da Economia Comportamental é o experimental utilizando-se, inclusive, de entrevistas sobre hábitos e costumes dos consumidores. Dentro da área de estudo da Economia Comportamental, existe a Neuroeconomia que analisa os comportamentos cerebrais físicos utilizando-se, para isso, os elementos psicológicos e econômicos com o intuito de interpretar as reações dos consumidores no ato da tomada de decisão, em aspectos limitados (SILVA, 2013). São aplicados, ainda, conceitos e instrumentos metodológicos de diferentes áreas de conhecimento como a Psicologia, a Sociologia e a Neurociência. Parte-se do princípio que existem múltiplos fatores que afetam o comportamento do consumidor.

Segundo Richers (1984, apud MEDEIROS, CRUZ, 2006), a característica do comportamento do consumidor é dada pelas atividades mentais e emocionais realizadas no ato da seleção, compra e uso de produtos ou serviços visando suprir necessidades e desejos. Entre os fatores que influenciam essa seleção estão os culturais, sociais, pessoais e psicológicos. Estas informações encontram-se na pirâmide desenvolvida por Kotler. De acordo com Kotler (apud MEDEIROS, CRUZ, 2006), os fatores culturais desempenham grande influência sobre o comportamento do consumidor e incluem os valores básicos, a percepção e as preferências que o consumidor aprende na família e outras instituições do seu ambiente. Os fatores culturais subdividem-se ainda em subcultura e classe social. Schiffman e Kanuk (2000, p. 286 apud MEDEIROS, CRUZ, 2006, p. 169-170) definem cultura como “a soma total das crenças, valores e costumes aprendidos que servem para direcionar o comportamento de consumo dos membros de determinada sociedade”. Quanto à subcultura Kotler (1998, apud MEDEIROS, CRUZ, 2006) afirma que cada cultura apresenta em si subculturas, tais como: religiões, grupos raciais e regiões geográficas. Já as classes sociais se organizam em segmento hierárquico e, ao apresentarem comportamentos similares, partilham de valores e interesses. Assim, a posição social que as pessoas ocupam as leva a ter diferentes preferências por produtos e marcas (NICOLAK, JANCZKOWSKI, 2011).

Existem, ainda, os fatores pessoais, que se compreendem em características momentâneas e peculiares de cada pessoa que consequentemente atingem os seus fluxos de consumo. Cinco elementos formam os fatores pessoais: idade e estágio do ciclo de vida; ocupação; condições econômicas; estilo de vida e personalidade. Reconhecendo que as escolhas, em geral, se afastam da racionalidade, a Economia Comportamental sugere que os ambientes sejam projetados na tentativa de guiar as pessoas em uma direção que fará suas vidas melhores (HOFFMANN, 2017).

Quanto aos fatores psicológicos, os quais exercem influência nas escolhas dos consumidores tem-se: a motivação, a percepção, a aprendizagem e as crenças e atitudes. Entre as teorias motivacionais, destaca-se, neste artigo, a de Maslow segundo a qual existe uma hierarquia a ser seguida referente às necessidades humanas, iniciando nas mais urgentes até as menos urgentes, conforme mostra a Figura 04.

Figura 04 – Pirâmide de Maslow



Fonte: Hesketh e Costa (1980).

Por ordem de classificação decrescente de urgência, as necessidades são: fisiológicas, segurança, sociais, estima e auto-realização, segundo Maslow (apud HESKETH, COSTA, 1980).

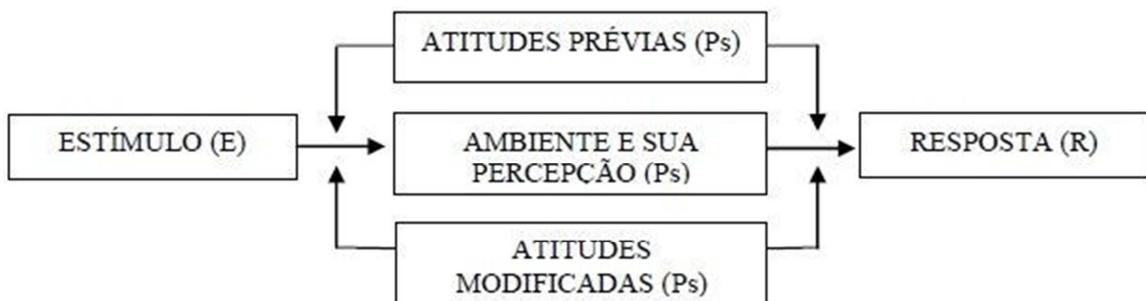
### 3.2 A ANÁLISE PSICOLÓGICA DAS CONDUTAS DO CONSUMIDOR, SEGUNDO A ECONOMIA COMPORTAMENTAL

Segundo Tardé apud Silva (2013), o comportamento social se explica por meio de conceitos complementares de imitação e invenção. A imitação faz os indivíduos agirem automaticamente nas relações humanas em sociedade como, por exemplo, no ramo da moda.

Já a invenção é uma nova ação e são ideias oriundas da imitação. Segundo Tarde (apud SILVA, 2013), o preço define-se à medida que se deseja possuir algo. Quanto maior o desejo, maior a disposição a pagar e consequentemente maior o valor que se atribui à mercadoria. O modelo da Utilidade Subjetiva Esperada, de Herbert Simon, tem como principais componentes o fato que o tomador de decisão tem uma função de utilidade bem definida e com isso consegue medir seus gostos para determinados cenários futuros. Mesmo diante de inúmeras alternativas a serem escolhidas, faz escolhas visando o futuro e assim maximiza o valor da função utilidade esperada.

Contudo, algumas características tornam o modelo inviável na maioria das situações, não sendo praticado (SIMON apud LEÃO, 2015). As pessoas utilizam aspectos limitados da vida no período que estão tomando uma decisão, deixando de analisar o conjunto de informações com maior importância. Fundamentando em estudos de Psicologia Cognitiva, Simon chega à conclusão de que a absorção dos dados econômicos por parte dos agentes é imperfeita, ou seja, o modelo de mundo que o agente constrói em sua mente é diferente do mundo real (SIMON apud LEÃO, 2015). Conforme mostra a Figura 05, no Modelo de análise psicológica das condutas econômicas de Katona (1951, apud SILVA, 2013, p. 29) para todo estímulo, há uma resposta.

Figura 05 – Modelo de análise psicológica das condutas econômicas



Fonte: Katona, (1951 apud SILVA, 2013, p. 29).

Esse modelo mostra que elementos psicológicos (Ps) estão entre estímulos econômicos (E) e respostas comportamentais (R). No caso dos estímulos econômicos, ao alterar a renda disponível e o preço das mercadorias, há uma resposta imediata: variação na compra e no uso de mercadorias. Os elementos psicológicos intermediários são as atitudes prévias, percepção sobre o ambiente e atitudes modificadas, nas quais se mostram decorrentes de alterações no estímulo econômico, com isso o resultado é variado. Assim, uma modificação das atitudes reflete no início do sistema. Se há uma mudança positiva nos preços, as pessoas tendem a

comprar menos, dessa forma sobram mais mercadorias. Posteriormente, se há uma redução no consumo, os preços tendem a cair (SILVA, 2013).

A Economia Comportamental estuda o comportamento dos consumidores em vários tipos de mercados. A Teoria Neoclássica apresenta um modelo padrão de mercado, limitado à lei da oferta e demanda e onde não há especulação de preço. Na Racionalidade Limitada da Economia Comportamental o mercado é ativo, o preço se altera constantemente e o comportamento econômico sofre influências pelos limites cognitivos de percepção, aprendizagem, crenças e atitudes entre outros. Em Economia Comportamental, devido ao conceito de Racionalidade Limitada, os resultados dos seus estudos sobre o mercado têm recebido críticas, por parte dos que defendem a racionalidade ilimitada do consumidor. Mas, seus defensores sugerem em seus estudos, que os erros de mercado sejam corrigidos via políticas públicas (MEDEIROS, VASSALLO, 2018).

## 4 ECONOMIA NEOCLÁSSICA VERSUS ECONOMIA COMPORTAMENTAL

### 4.1 UMA ANÁLISE COMPARATIVA

Analizando-se os pressupostos relativos às vertentes Neoclássica e Comportamental, nota-se que ambas não possuem características comuns. Pelo contrário, o incremento de fatores psicológicos na Economia Comportamental mostra que os sentimentos humanos interferem diretamente na sua tomada de decisões no que se refere ao consumo. Na Economia Neoclássica, o indivíduo possui racionalidade e este é o único fator que explica suas atitudes. O consumidor visa maximizar a utilidade e, para isso, utiliza de habilidades com cálculos. A tomada de decisão ocorre conforme a melhor opção disponível, frente à sua capacidade ilimitada de processar as informações, que são completas. O preço de mercado é dado pela interação entre oferta e demanda, sem a intervenção do governo.

Na Economia Comportamental, o indivíduo é racional e irracional, dessa forma para explicar as atitudes dos consumidores, inserem-se conceitos da Psicologia, Neurociência, *Marketing*, entre outros. O consumidor não maximiza sua utilidade ao adquirir um bem e age através de impulsos de fatores individuais como, por exemplo: sentimentos, aspectos culturais, sociais, entre outros. A tomada de decisão ocorre com base na escolha que o satisfaz, frente à capacidade limitada de processar as informações, que não são completas. Diferente da Economia Neoclássica, na Economia Comportamental o mercado é dinâmico e sofre diversas alterações nos preços, com a possibilidade de intervenção governamental.

Quadro 1 – Diferença entre pressupostos da Economia Neoclássica e da Economia Comportamental no que se refere ao comportamento do consumidor.

Economia Neoclássica	Economia Comportamental
Indivíduo racional	Indivíduo racional e irracional
Maximiza a utilidade	Não maximiza utilidade
Não é possível a intervenção do governo na definição dos preços	Pode haver intervenção do governo na definição dos preços
A informação disponível é completa	A informação disponível não é completa
O tomador de decisão tem capacidade ilimitada de processamento das informações	O tomador de decisão tem capacidade limitada no processamento das informações
O consumidor sempre toma decisão de acordo com a melhor opção disponível	O consumidor toma decisão baseado na escolha satisfatória
Situações simples de incerteza	Não é algo simples lidar com a incerteza
Apenas a racionalidade explica as atitudes dos consumidores	Inserção de conceitos da Neuroeconomia, Psicologia, Marketing, entre outros, para explicar as atitudes dos consumidores
O consumidor tem habilidades matemáticas e para cálculos, minimizando gastos /custos	O consumidor na aquisição de um bem, age impulsionado por fatores individuais, culturais, motivacionais, sentimentais. Nem sempre minimiza seus gastos/custos
O mercado é estático e os preços são dados pela interação entre a oferta e a demanda	O mercado é dinâmico. Os preços podem sofrer bastantes alterações por fatores externos

Fonte: elaborado pelas autoras.

O quadro 01 mostra as principais diferenças entre os pressupostos da Economia Neoclássica e da Comportamental em relação ao comportamento do consumidor.

Os pesquisadores da Economia Comportamental utilizam a Neurociência para melhor compreender a mente humana. Por meio desta área da ciência é possível verificar como ocorre a estruturação da tomada de decisão. A Neurociência é um estudo científico sobre a funcionalidade do cérebro e o sistema nervoso e para isso recorre a ferramentas de imagiologia, no qual tem como objetivo medir com exatidão os pensamentos e sentimentos, o que possibilita analisar corretamente como se constrói a tomada de decisão.

Aplicar conhecimentos da Neurociência ao campo da Economia e do *Marketing*, a Economia Comportamental possibilitou o surgimento de duas áreas de suma importância ao conhecimento científico denominadas: Neuroeconomia e *Neuromarketing* (SALIN, 2012). De acordo com o autor, “a Teoria Econômica supõe que o consumidor é um ser racional e que a oferta, demanda e a decisão de compra está baseada na razão. Porém, estudos da Neurociência mostram que nem sempre a decisão do consumidor é racional” (SALIN, 2012, p.10). No mesmo contexto de estudos sobre a Economia Comportamental, surge a Neuroeconomia, com o objetivo de investigar como funciona a cabeça dos agentes econômicos. Esse termo reúne estudos da Economia, Psicologia e Neurociência. Essas ramificações da Economia utilizam como base de dados ocasiões da realidade e através de questionários para fazer simulações experimentais (SALIN, 2012).

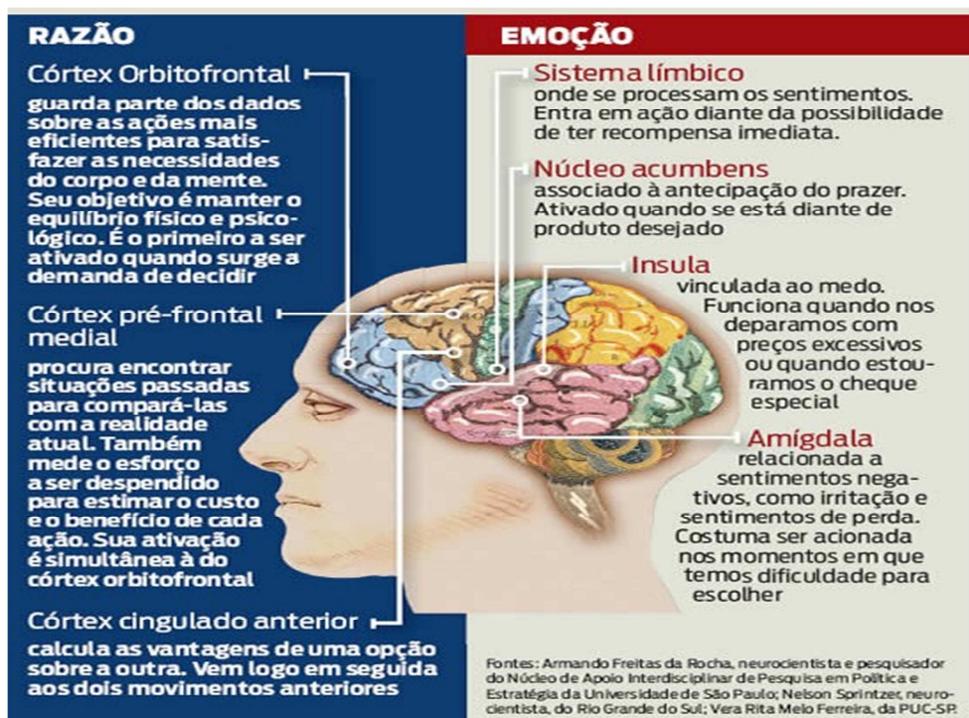
Lowenstein, Camerer e Prelec (2008, apud SALIN, 2012) apontam em seus estudos que a Neurociência evidencia duas inadequações da abordagem da Teoria Econômica Neoclássica que são diretamente relacionadas aos processos automáticos e controlados no que se refere ao comportamento humano. Nos processos controlados considerados como cognitivos racionais ou afetivos os indivíduos utilizam de cálculos ou até mesmo a lógica frente a situações inusitadas e respondem bem a esse tipo de processo.

O *Neuromarketing* passou a ser utilizado no início do século XXI e no que se refere ao comportamento do consumidor expõe quão complexo é a interação entre empresa e consumidor. Essa área anseia por maior intimidade com o cliente, pois este não apenas analisa a utilidade ou o nível de confiança de um produto. Existem também, inúmeros fatores relacionados à emoção, que podem influenciar o produto a ter sucesso ou fracasso no mercado.

O *Neuromarketing* tem como função analisar as atitudes dos consumidores quando consomem algum produto. Esse estudo permite avaliar em suas pesquisas desde cores, músicas, cheiros e ambientes, bem como verificar, se há realmente influência sobre a decisão de compra do consumidor (SALIN, 2012).

Conforme Boricean, (apud MOREIRA et al. 2011), o principal objetivo do *Neuromarketing* é decodificar os processos que ocorrem na mente dos consumidores para se entender melhor seus desejos e anseios com o intuito de lhes proporcionar exatamente aquilo que desejam. E isto é possível por meio do *Neuromarketing* que ao aliar técnicas do *Marketing* com técnicas de mapeamento cerebral tem possibilitado entender as decisões individuais, levando em consideração não apenas as escolhas racionais, mas, também, aquelas com apelo emocional e mesmo instintivas. Tudo isto tem trazido importantes alterações no relacionamento entre empresas e seus clientes. Para melhor entendimento sobre o funcionamento do cérebro humano, a Figura 06, mostra as estruturas do sistema racional e emocional e sua forma de atuar sob a ótica do consumidor.

Figura 06 – Divisões do cérebro entre razão e emoção



Fonte: Freitas (2015).

Ao tomar alguma decisão de compra, o cérebro acessa dois sistemas responsáveis por processar informações, a razão (cortex orbitofrontal, córtex pré-frontal medial e córtex cingulado anterior) e a emoção (sistema límbico, núcleo acumbens, insula e amígdala). A

emoção segue a intuição e é um processo considerado rápido. Já a razão, segue o raciocínio lógico e possui regras.

## 5 CONCLUSÃO

No presente artigo fez-se um estudo sobre a Teoria Neoclássica, tendo como pressupostos a TNC e a TER e a Economia Comportamental com base na Racionalidade Limitada, no que se refere à tomada de decisão do consumidor, comparando-as. Na primeira vertente foi possível observar que o consumidor é racional e, com isto, toma decisões lógicas e sensatas, num mercado estático em que os preços são dados pela interação entre a oferta e a demanda. Já a Economia Comportamental, que estuda o comportamento do consumidor levando em consideração os diversos fatores que influenciam a sua tomada de decisão, questiona a TNC e a TER que se apoiam no conceito de *homo economicus*. Este último, definido como um tomador de decisões racional, que tem bom senso, é focado nos interesses pessoais e tem capacidade ilimitada de processar informações, inclusive com cálculos matemáticos.

Contrariando esta vertente do pensamento econômico tem-se a Economia Comportamental que estuda o comportamento dos consumidores em vários tipos de mercados. Assim, enquanto a Teoria Neoclássica apresenta um modelo padrão de mercado limitado à lei da oferta e demanda e onde não há especulação de preço, na Economia Comportamental a Racionalidade Limitada evidencia que o mercado é ativo, dinâmico e que o preço se altera constantemente. Da mesma forma, o comportamento econômico dos indivíduos sofre influência dos limites cognitivos de percepção, aprendizagem, crenças e atitudes.

Para os defensores da Economia Comportamental, as pessoas são racionais, mas, algumas vezes iracionais também. As suas escolhas nem sempre são ótimas porque existem vários fatores que influenciam sua tomada de decisão. Entre elas se destacam os fatores psicológicos, culturais, sociais, ambientais, pessoais, entre outros que podem ser explicados associando-se a análise dos fenômenos econômicos aos estudos ligados a demais áreas da Ciência como a Neurociência, a Psicologia, a Sociologia, e até ao *Marketing*.

## 6 REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Sérgio. **Economia Comportamental e as Contribuições de Richard Thaler** . 2017. Disponível em: <<http://jornal.usp.br/artigos/Economia-comportamental-e-as-contribuicoes-de-richard-thaler-breve-resumo/>>. Acesso em: 20 jan. 2018.

BIANCHI, Ana Maria; ÁVILA, Flávia. **Guia de Economia Comportamental e experimental.** Economia comportamental. São Paulo, 2015. p.14. Disponível em:<<http://www.Economiacomportamental.org/guia/>>. Acesso em: 30 jan. 2017.

FEIJÓ, Ricardo Luís Chaves. **História do pensamento econômico.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

FERREIRA, Vitor Henrique Moreira; CARVALHO, Desiree de Souza Freccia de. **Comportamento do consumidor.** Livro didático. ed. Palhoça: UnisulVirtual, 2010. Disponível em: <[https://www.uaberta.unisul.br/repositorio/recurso/14690/pdf/comportamento\\_do\\_consumidor.pdf](https://www.uaberta.unisul.br/repositorio/recurso/14690/pdf/comportamento_do_consumidor.pdf)>. Acesso em: 14 set. 2018.

FERREIRA, Denize et al. Neuroeconomia: **um apoio da Neurociência à Economia e à gestão do conhecimento.** SEGeT – Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia. Rio de Janeiro, 2008. Disponível em: <[https://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos08/527\\_Neuroeconomia\[SEGeT\\_novo\].pdf](https://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos08/527_Neuroeconomia[SEGeT_novo].pdf)>. Acesso em: 25 ago. 2018.

HESKETH, José Luiz; COSTA, Maria. Construção de um instrumento para medida de satisfação no trabalho. **Revista de administração de empresas.** São Paulo, v. 20, n. 3, jul./set 1980. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1590/S0034-75901980000300005>>. Acesso em: 30 out. 2018.

HOFFMANN, Gabriela. Economia comportamental e um mundo de melhores decisões. **Aldeia Coworking.** Curitiba, 2017. Disponível em: <<https://aldeia.cc/Marketing/o-que-e-Economia-comportamental/>>. Acesso em: 17 jun. 2018.

LEÃO, Luisa Ribeiro Madruga. **O consumo pela ótica da economia comportamental: teoria e aplicação.** Rio de Janeiro Monografia (Ciências Econômicas) - UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO, 2015. Disponível em: <<http://pantheon.ufrj.br/handle/11422/949>>. Acesso em: 22 fev. 2018.

MEDEIROS, André; VASSALLO, Moisés. Estratégias de mercado e Economia Comportamental. **Conexão Itajubá.** Itajubá, 2018. Disponível em: <<http://www.conexaoitajuba.com.br/itajuba/artigos-conexao-itajuba/79142/estrategias-de-mercado-e-Economia-comportamental;jsessionid=j1h7e34a146d>>. Acesso em: 15 out. 2018.

MEDEIROS, Janine Fleith de; CRUZ, Cassiana Maris Lima. Comportamento do consumidor: fatores que influenciam no processo de decisão de compra dos consumidores. **Researchgate.** Passo Fundo, 2006. Disponível em: <[https://www.researchgate.net/publication/266492361\\_comportamento\\_do\\_consumidor\\_fatores\\_que\\_influenciam\\_no\\_processo\\_de\\_decisao\\_de\\_compra\\_dos\\_consumidores](https://www.researchgate.net/publication/266492361_comportamento_do_consumidor_fatores_que_influenciam_no_processo_de_decisao_de_compra_dos_consumidores)>. Acesso em: 30 out. 2018.

MELO, Tatiana Massaroli; FUCIDJI, José Ricardo . Racionalidade limitada e a decisão em sistemas complexos. **Revista de Economia Política,** v. 36, n. 3, p. 623, 2016. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rep/v36n3/1809-4538-rep-36-03-00622.pdf>>. Acesso em: 22 jul. 2018.

MOREIRA, Bruno César de Melo; PACHECO, Ana Flávia Almeida; BARBATO, Andréa Maria. Neuroeconomia e Neuromarketing: imagens cerebrais explicando as decisões humanas de consumo . **Ciências e Cognição**. Rio de Janeiro, 2011. Disponível em:<<http://www.cienciascognicao.org/revista/index.php/cec/article/view/425/482>>. Acesso em: 22 ago. 2018.

NICOLAK, Cristiane; JANCZKOWSKI, Clarice. Análise do Comportamento do Consumidor. **Administradores.com**. João Pessoa, 2011. Disponível em: <<http://www.administradores.com.br/producao-academica/analise-do-comportamento-do-consumidor/3794>>. Acesso em: 5 abr. 2018.

OLIVEIRA, Juliana; BONINI, Patrícia. Racionalidade e impulsos como determinantes da decisão de consumo. In: **VII ENCONTRO DE ECONOMIA CATARINENSE**. 2013, Florianópolis. Disponível em: <[http://www.apec.unesc.Net/vii\\_eec/sessoes\\_tematicas/área4\\_Hist\\_Econ/RACIONALIDADE\\_E\\_IMPULSOS.pdf](http://www.apec.unesc.Net/vii_eec/sessoes_tematicas/área4_Hist_Econ/RACIONALIDADE_E_IMPULSOS.pdf)>. Acesso em: 5 set. 2018.

PINDYCK , Robert ; RUBINFELD, Daniel. **Microeconomia**. 8. ed. São Paulo: Pearson, 2014.

PRATES, Wlademir Ribeiro. A origem das finanças comportamentais: a Economia Neoclássica e o utilitarismo. **WrPrates**. 2014. Disponível em: <<https://www.wrprates.com/a-origem-das-financas-comportamentais-a-Economia-neoclassica-e-o-utilitarismo>>. Acesso em: 23 jul. 2018.

SALIN, Cleber Renê. **Neuroeconomia: Decisão do consumidor na hora da compra**. Florianópolis Monografia (Ciências Econômicas) - UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA, 2012. Disponível em: <<https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/160464>>. Acesso em: 30 out. 2018.

SANTOS, Edmario Oliveira. **Economia comportamental e a decisão do consumidor: a contribuição da(s) racionalidade(s)**. Salvador Monografia (Ciências Econômicas) - Universidade Federal da Bahia, 2015. Disponível em: <<https://repositorio.ufba.br/ri/bitstream/ri/19409/1/edmario oliveira santos.pdf>>. Acesso em: 15 abr. 2018.

SCHEEFFER, Fernando. **Teoria da escolha racional: a evidenciação do homo economicus?**. Em Tese. Florianópolis, v. 10, n. 1, jan./jun. 2013. Disponível em : <<https://periodicos.ufsc.br/index.php/emtese/article/view/1806-5023.2013v10n1p28/27245>>. Acesso em: 1 ago. 2018.

SILVA, Aline Santos. **A influência das variáveis psicológicas e econômicas no comportamento de consumo dos soteropolitanos: uma avaliação através do modelo de Van Raaij**. Salvador TCC (Ciências Econômicas) - UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA, 2013. Disponível em: <<https://repositorio.ufba.br/ri/handle/ri/15566>>. Acesso em: 7 ago. 2018.

# ÉTICA E ECONOMIA POLÍTICA: DE MAQUIAVEL A SMITH

Felipe Rodrigues Yacubian<sup>1</sup>  
Rosalina Lima Izepão<sup>2</sup>

## Área 01: História Econômica; Economia Política e Metodologia

### RESUMO

No presente artigo objetiva-se identificar as bases da economia política no curso da construção do pensamento econômico Ocidental, tendo-se por base os fundamentos filosóficos de Maquiavel, Hobbes, Rousseau e Smith. Metodologicamente trata-se de uma pesquisa caracterizada, por seus objetivos, como bibliográfico-descritiva, com base em dados qualitativos obtidos em livros, teses, dissertações e artigos científicos. Os resultados do estudo mostraram que o pensamento e os conceitos filosóficos defendidos por estes autores foram determinantes para a construção dos fundamentos que separam as noções do público e do privado, além da idealização de um Estado baseado em diretrizes racionais, onde, para a aferição de um mundo material, tem-se a coordenação da vontade individual com a vontade coletiva. Assim, concebe-se que a economia se encontra assentada como atividade essencial ao bom andamento da comunidade e que, desse modo, associa-se à esfera pública das relações. As decisões que ocorrem nesse espaço demandam uma ética pautada, também, na via dos interesses coletivos. A partir da apresentação dos pontos cruciais das filosofias dos referidos autores apontam-se a construção da economia enquanto ciência e a sua alocação como elemento essencial à vida, bem como a importância do agir ético no âmbito econômico para a edificação do bem comum.

**Palavras-chave:** Ética, Economia Política, Maquiavel e Hobbes, Rousseau e Smith.

### ABSTRACT

The present article aims to investigate the bases of political economy in the course of the construction of Western thought. It is hoped to expose the foundations of an ethical action in the scope of the economy, thus identifying an ethical action within the framework of society itself. It presents the main ideas that guided the political and economic philosophy in the sixteenth and eighteenth centuries, with the inauguration of modernity. Of particular note are the productions of Niccolò Machiavelli, Thomas Hobbes, Jean Jacques Rousseau and Adam Smith, because the authors are decisive for the separation of the public and the private, for the construction of a State based on rational guidelines for the measurement of a material world that implies the coordination of the individual will with the collective will. It is conceived that the economy is based as an essential activity to the good progress of the community, and that, in this way, the public relations sphere is associated. The decisions that take place in this space demand an ethics guided, also, in the way of the collective interests. From the presentation of the crucial points of the philosophies of these authors it is hoped to point out the construction of the economy as a science, moreover, its allocation as an essential element to life and the importance of ethical action in the economic sphere for the construction of the common good.

**Keywords:** Ethic, Political Economy, Maquiavel and Hobbes, Rousseau and Smith.

## 1 INTRODUÇÃO

No presente artigo tem-se como objetivo analisar as contribuições do pensamento filosófico à elaboração dos fundamentos teóricos iniciais da economia política, surgida no século XVIII. Na Ciência Econômica, como nas demais ciências,

<sup>1</sup> Bacharel em Ciências Econômicas pela Universidade Estadual de Maringá.

<sup>2</sup> Professora do Departamento de Economia da UEM – rlizepao@uem.br.

existe uma multiplicidade de ideias e autores que contribuíram para a sua construção. Por esta razão, neste artigo, limitou-se a analisar as ideias de Nicolau Maquiavel (1469-1527), Thomas Hobbes (1588-1679), Jean Jacques Rousseau (1712-1778) e Adam Smith (1723-1790).

Os primeiros, contratualistas, defendem o absolutismo, onde o Estado e o Monarca fundem-se em uma única Instituição, funcionando de acordo com as suas próprias leis e ética. O motivo, segundo Maquiavel, é assegurar a felicidade e a virtude dos seus súditos, enquanto que para Hobbes o Estado age assim, para garantir a segurança e a sobrevivência dos seus governados. Por outro lado, para Rousseau, também contratualista, o Estado é fruto de um pacto social, devendo representar a vontade do povo e prestar serviço à sociedade civil, visando atender o interesse social. A ética deve, necessariamente, estar ligada a tais valores. Adam Smith, por sua vez, filósofo e economista, elaborou seu pensamento impregnado pelas concepções filosóficas iluministas de que Rousseau fez parte. Para Smith, ética e economia política estão diretamente relacionadas e são inseparáveis.

Compreende-se que o Estado, desde o seu surgimento, se tornou uma instituição fundamental à organização social e às demais instituições públicas e privadas que integram uma comunidade. Desse modo, o desenvolvimento da economia, principalmente no marco da modernidade, depende do entendimento da origem, justificação e organização social e estatal. Na esteira do entendimento do Estado, importa destacar também, no âmbito da economia política, a seara da ética. Isso porque, a partir desse elemento, torna-se possível esclarecer o comportamento do indivíduo no plano econômico. Concede-se a primazia do estudo da ética e da moralidade, por se tratarem de elementos que influenciam na tomada de decisões no âmbito da economia, assim como na vida privada.

Metodologicamente tratou-se de uma pesquisa caracterizada, por seus objetivos, como bibliográfico-descritiva, com base em dados qualitativos obtidos em livros, teses, dissertações e artigos científicos. O artigo encontra-se estruturado em quatro seções, além da Conclusão. Na primeira seção tem-se esta Introdução, na segunda apresentam-se alguns fundamentos das correntes filosóficas do século XVI ao século XVIII, com destaque para as suas contribuições à filosofia da ética. Na terceira seção, aborda-se a transformação da sociedade, com a chegada da modernidade, enfatizando-se os contributos das produções intelectuais de Nicolau Maquiavel e Thomas Hobbes. Ainda nesta seção, realiza-se a demarcação da

separação entre o público e privado a partir desses autores, no qual, se antes a ética e os assuntos do Estado se misturavam com a moralidade e os assuntos privados, a partir da filosofia de Maquiavel e Hobbes um novo espaço público é cunhado.

Na quarta e última seção, apresentam-se as contribuições de Jean Jacques Rousseau, nas quais o homem é exposto como bom sujeito que é corrompido pela sociedade. Assim, o Estado que surge do Contrato Social entre os indivíduos, existe e tem como fundamento a promoção da igualdade e do bem comum. Na mesma seção, tratam-se dos contributos da filosofia de Adam Smith, onde se assenta a economia política na qual o discurso econômico surge propriamente, ainda que se possa encontrar proposições básicas sobre a condução da economia nos autores discutidos anteriormente. Com Adam Smith fundamenta-se a ideia do sujeito racional e a proposição da economia como atividade associada a esse sujeito.

## **2 ASPECTOS CONCEITUAIS, FILOSÓFICOS E HISTÓRICOS REFERENTES A ÉTICA E A ECONOMIA POLÍTICA DO SÉCULO XVI AO XVIII**

### **2.1 DA ANTIGUIDADE CLÁSSICA A IDADE MÉDIA**

Atualmente, em diversas áreas do conhecimento e da vida, se discute a importância da moral e da ética para que a humanidade encontre novos caminhos para o seu desenvolvimento e das gerações futuras. O conceito de moral e ética relaciona-se a ações das pessoas no tempo, sobre o que julgam certo ou errado e pelas leis vigentes que direcionam as ações humanas. Vázquez (1984, p.12) define o conceito ético como “[...] um conjunto sistemático de conhecimentos racionais e objetivos a respeito do comportamento humano moral. É a teoria ou ciência do comportamento moral do homem em sociedade”.

A ética tem como objetivo geral analisar o comportamento humano frente às leis impostas e os julgamentos morais da época. Assim é necessária uma análise temporal de seu desenvolvimento, apesar do assunto não ser novo e suas raízes remontarem a antiguidade, com Sócrates (469 a.C – 399 a.C) e seu principal discípulo Platão (427 a.C – 347 a.C). Segundo Termes (1992), Sócrates há séculos apontava para importância da ética nas decisões políticas e econômicas, ressaltando que as tomadas de decisões feitas por políticos teriam influência de forma direta no bem-estar social e econômico dos cidadãos. Por isto deveria-se buscar maximizar a utilidade de tais decisões, devendo ser feitas de forma cuidadosa para não ser algo vicioso mas, sim, virtuoso. Sua ética consiste em que o

homem deve conhecer-se a si mesmo, pois o conhecimento seria a base do agir ético.

Platão fundou a primeira academia de filosofia de Atenas. Sua principal teoria consiste no mito da caverna, que em suma afirma que o mundo real é inteligível, mas é ele que se deve buscar porque o mundo que enxergamos são sombras nas paredes da caverna. Platão acreditava que o racional é a faculdade do conhecimento e é a função ativa e superior da alma. Se o governante não for virtuoso terá um governo corrupto, a pessoa deve ter o conhecimento para governar e, assim remédios para combater a corrupção. (TERMES, 1992)

Aristóteles, por sua vez, foi o primeiro filósofo que empregou o termo economia. Este filósofo foi professor de Alexandre, “O Grande”. Aristóteles tem como base de sua ética, “a arte de praticar o bem”, segundo Sen (1999, p. 19). A teoria aristotélica diz que se o agente praticar o bem, por meio de uma vida virtuosa, encontrará a felicidade. Os estudos sobre o sentido ético da vida humana e sua busca pela felicidade estão descritos em seu livro “Ético a Nicômaco”. Nela Aristóteles afirma que “A vida empenhada no ganho é uma vida imposta, e evidentemente a riqueza não é o bem que buscamos, sendo ela apenas útil e no interesse de outra coisa” (ARISTÓTELES, 1980 apud SEN, 1999, p. 19).

No campo da economia política, o que Aristóteles buscava era a harmonia entre filosofia e ciência política. Assim fica evidente que o homem, para este filósofo, deve entender como realocar os recursos escassos para atingir seus objetivos. Com isso, Aristóteles envolve sua ética sobre praticar o bem com a ciência política. Logo, um bom governante deveria sempre buscar o bem social acima de qualquer coisa, assim seus objetivos sempre seriam bons e fruto de boas ações. Da mesma forma, a corrente ética chamada epicurismo também teve sua importância para o entendimento da ética na antiguidade. O filósofo Epicuro procurou ensinar o segredo da felicidade, através do equilíbrio entre prazeres e dores, as duas formas encontradas pela natureza para indicar o bem e o mal. (TERMES, 1992)

Neste contexto destaca-se, ainda, a corrente de pensamento estoica que influenciou diversos filósofos, políticos e economistas liberais como Adam Smith. A ética estoica defende a ideia de que a razão deve ser utilizada para aprender a lei divina e não para equilibrar os prazeres e as dores como se pregava no epicurismo. Os conceitos de ética da antiguidade tiveram importância para o desenvolvimento do conceito ético sobre o errado e o certo nas sociedades posteriores.

No período medieval, por exemplo, teve-se a escolástica com forte atividade entre os séculos XII e XVIII tendo, mais tarde, grande influência na economia política. Um dos principais pensadores da escolástica foi Tomás de Aquino, com sua filosofia ética voltada à teologia. Tomás de Aquino relaciona de maneira harmoniosa o conceito natural e sobrenatural, fazendo um paradoxo de que deve-se buscar o equilíbrio entre a lei divina e a liberdade humana como o bem comum e o privado. (TERMES, 1992)

A ética medieval tem como principal ponto de partida, a teoria de Tomás de Aquino, porém os períodos de estudos sobre a ética medieval com filosofia moderna se misturam, tornando difícil a separação entre as duas. Assim as duas têm importância. Por isto não se deve julgar como melhor esta ou aquela corrente. O que as separa é o fato da filosofia moderna levar em conta o fator ciência como mais relevante e deixar marginalizado o fator teológico. (TERMES, 1992)

## 2.2 DO SÉCULO XVI AO XVIII

Os contratualistas, como o próprio nome da corrente filosófica indica, acreditam que a sociedade deveria sobreviver por meio de contratos, ou seja, reconhecem a necessidade de um Estado natural por parte dos homens para administrar as diretrizes do certo e errado, e, assim preservar o direito natural do ser. O homem e suas relações passam a ser o centro da sua filosofia, deixando Deus em segundo plano. A sociedade passa a ser tratada como um conjunto de contratos firmados, por ações dos seres humanos. Thomas Hobbes (1588 a 1679), por exemplo, um expoente do contratualismo, baseia seu pensamento na teoria de que o homem é movido pelo seu ego e seu individualismo egoísta, no entanto, encontrou a necessidade de conviver em sociedade e, por isso, firmou contratos, abrindo mão do seu autogoverno e passando a dar esse poder para o Estado. (TERMES, 1992)

John Locke (1632 a 1704), outro contratualista, por sua vez, contrapõe-se ao pensamento de Hobbes, afirmando que os homens não são essencialmente egoístas e que acredita no homem e na sua capacidade de praticar atos bons que não apenas aumentem seu bem estar, mas dos outros também. Para Locke deve-se deixar que o Estado proteja os direitos naturais dos membros da sociedade. Este filósofo é considerado “pai” do liberalismo político e sua filosofia coaduna com o

pensamento de liberalismo econômico., tendo influenciado Adam Smith nas suas ideias sobre ética e economia.

Quanto à Immanuel Kant, este filósofo coloca a razão humana em julgamento. Diferente dos filósofos da antiguidade, Kant tem a base de seus fundamentos no dever do bem e não na ideia do bem. Assim afirma que a intenção de realizar uma ação é o que importa e não seus fins. Os meios devem ser morais e éticos para os fins serem bons. Em Kant, o valor moral da ação está na ética do indivíduo, obtida por meio da razão. É a razão humana, segundo Kant, quem designara o que é correto ou não, independente do seu fim. Para este filósofo não se trata da possibilidade de julgar se as virtudes são boas ou ruins, pois as mesmas não expressam a verdadeira vontade do agente. Assim só se pode entender se as ações são de fato legítimas se estiverem de acordo com a lei moral da sociedade (ARRUDA, WHITAKER, RAMOS, 2005)

### **3 AS CONCEPÇÕES SOBRE ÉTICA E ECONOMIA POLÍTICA PARA NICOLAU MAQUIAVEL (1469-1527) E THOMAS HOBBES (1588-1679)**

#### **3.1 CONCEITOS-CHAVE SOBRE ESTADO, POLÍTICA, ECONOMIA E ÉTICA SEGUNDO AS CONTRIBUIÇÕES DE MAQUIAVEL E HOBBES.**

Para entender as proposições desses autores clássicos para a economia, analisa-se, nesta seção, o modo como conceberam a instituição Estado, fator determinante para a organização econômica de determinado território. Torna-se possível dizer que na tarefa de conceituar o ente estatal, esses dois pensadores construíram não apenas uma Teoria do Estado, mas uma ética relativa à organização das instituições à serviço da sociedade.

Niccolò di Bernardo Machiavelli nasceu, em 1469, na Itália ainda com seu território dividido em feudos dominados pelo Papa e as famílias Médici e Aragão. O seu sonho era ver a Itália unificada e a instauração de um governo forte e determinante na pacificação do território. A sua família não era rica, mas obteve uma educação clássica, com estudos sobre retórica e latim. (FREITAS JUNIOR, 2007)

Em 1510, Niccolò di Bernardo Machiavelli, então chefe da Segunda Chancelaria da República de Florença, foi acusado de traição contra a família Médici, que ocupava o poder na região, depois de preso e torturado, conseguiu comprovar a sua inocência e refugiar-se em uma Vila (MANDARANO, 2008).

No período em que esteve refugiado Maquiavel escreveu a sua mais conhecida obra “O Príncipe”, entre 1512 e 1513. Escreveu, ainda, “Comentários sobre a primeira década de Tito Lívio”, a “A arte da guerra”, a comédia “Mandrágora” e a biografia de Castruccio Castracani, além de ensaios literários e poesias, entre 1513 e 1519. Sua última obra foi “História de Florença”, escrita entre 1520 e 1525. O livro “O Príncipe” foi proibido pela Igreja Católica, a partir de 1559, e incluído no *Index*. Acredita-se que entre os motivos estava a defesa da separação entre Estado e Igreja e, também, do privado e público segundo a qual foi fundamentada parte da obra. (FREITAS JUNIOR, 2007)

A difusão das obras de Maquiavel só ocorreu após a sua morte, em 1527. Inicialmente os seus escritos alcançaram a Itália e, mais tarde, toda a Europa, o que o tornaria um dos principais teóricos do século XVI. A partir de então, consolidou sua posição no pensamento político da modernidade. Trata-se de um autor que obteve fama póstuma, em geral, associada à ideia de poder, sem limites, para os governantes/reis, chegando a ser comparado à maldade e à perversidade (BIGNOTTO, 2014).

Em 1588 nasceu na Inglaterra o também filósofo contratualista Thomas Hobbes. Os seus estudos, como aponta Limongi (2002), permeiam a área da física e da lógica na *Magdalen Hall*, em *Oxford*. Trabalhou com Francis Bacon, outro grande pensador da modernidade, posicionando-se criticamente contra Descartes. Em 1651, na França, publicou sua mais conhecida obra “O Leviatã”. Acerca da relevância e primor na produção intelectual de Thomas Hobbes, associando-se diretamente com o seu percurso de vida, Matos (2006, p.10) destaca: “[...] o impressionante no Leviatã é o vigor e a elegância da argumentação de Hobbes, a clareza de suas colocações e a honestidade intelectual que muitas vezes lhe custou caro durante sua inquieta existência...”

Thomas Hobbes teve uma vida longa para a época em que viveu, 91 anos, onde a estimativa de vida era 50. Atualmente considerado um dos maiores filósofos de língua inglesa, quando vivo não gozou de prestígio junto ao governo inglês, não integrou a *Royal Society*, além de ter sido hostilizado por ser ateu e defender o governo Cromwel (SOUKI, 2008). Todavia, o autor continua leitura imprescindível às ciências humanas e política até a atualidade.

Nicolau Maquiavel e Thomas Hobbes possuem inúmeras diferenças na construção de seus respectivos pensamentos a respeito da origem do Estado, sua

fundamentação e desdobramentos. Contudo, a ideia de uma essência e organização racional para essa instituição aproximam as produções filosóficas dos dois autores. A análise dos pontos de convergência e divergência desses dois filósofos em relação ao Estado, a política e a ética, bem como proximidades possíveis com a economia passam a ser analisados na seção que segue.

### 3.2 NICOLAU MAQUIAVEL E A FUNDAMENTAÇÃO ÉTICA DO ESTADO E DA ECONOMIA

Maquiavel representa uma ruptura no pensamento anterior à sua época acerca da relação do homem com a sociedade, ao qual o filósofo destaca a tendência humana para a divisão e para a desunião, em contraponto com a ideia cristã do homem em comunhão com os seus semelhantes (WINTER, 2006). Por esse motivo é possível consolidar a ideia de Maquiavel, de acordo com Mussi (2017), como um pensador posicionado para além do bem e da moral.

Esse quadro de conflitos do indivíduo com os demais e com as instituições assentadas na comunidade do qual é integrante, implica numa situação constante de tensão, no qual os desejos dos indivíduos se contrapõem e a dominância de um grupo sobre outro ganha espaço (WINTER, 2006). Como afirma Mussi (2017), em uma perspectiva histórica, as forças observadas na construção do Estado, por Maquiavel, são aquelas da república florentina, com os desmanches das comunas, dos resíduos de um feudalismo cerceador e do esforço, na sua época, para construir a unificação dos estados europeus. O Estado, nesse sentido, está fundado sob esse conflito, no qual a confluência de poderes dispostos na sociedade serve como fundamento para essa instituição. O ente estatal funda-se pela “[...] dicotomia que se estabelece entre o desejo de domínio e opressão, por parte dos grandes ou poderosos, e do desejo de liberdade, por parte do povo, que, em síntese, compõe as relações sociais...” (AMES, 2002, p.16 *apud* WINTER, 2006, p.116)

A obra na qual as proposições teóricas de Maquiavel são apresentadas à comunidade da época e perdura para análise até a atualidade é o clássico “O Príncipe”. O livro representa uma vivacidade no qual se encontram a junção dos aspectos da ideologia política e da ciência política (GRAMSCI, 1991 *apud* KRONEMBERGER; MALTA, 2008). Um dos grandes pontos apresentados por Maquiavel está na separação entre o público e o privado, e uma das obras que melhor explicita essa demarcação é Mandragora. Esta obra, uma peça de teatro,

demonstra o perfil da vida privada de acordo com a visão de Maquiavel, afastando-se das idealizações morais concebidas na época. A casa é um espaço com prerrogativas diversas do mundo público, e, nesse sentido, tem-se também uma demarcação ética, na qual as virtudes cristãs não imperam na *pólis* enquanto local de realização da política. (BIGNOTTO, 2014)

A ideia de poder político destaca-se em Maquiavel. Segundo Gamero (2013), no terceiro capítulo de “O Príncipe” Maquiavel apresenta a ideia de aceitação natural da população em relação ao bom governante, aquele que conquista o poder na *pólis* e detém a capacidade de exercer bem o poder conquistado. Percebe-se que ainda que o estado natural da sociedade, como definido por Maquiavel, não seja de paz, mas esse bem-estar da comunidade é passível de ser alcançado, por meio da ação do Estado. Tanto que o filosofo, como expõe Sadeck (2006) aduz sobre a necessidade de o bom governante garantir um governo sábio e a continuidade da boa organização do Estado mesmo após a sua morte. Assim é que a compreensão social do bom governo perpassa a realização de empreendimentos públicos direcionados à comunidade, ações que preservem o núcleo de necessidades da sociedade a fim de estabilizar uma situação de paz, felicidade e segurança (GAMEIRO, 2013).

O contexto histórico ao qual Maquiavel está inserido é uma das fontes de produção de sua teoria, de modo que o pensador, imerso como está, na sociedade florentina, do século XVI, recria a estrutura estatal, aduzindo novas forças que participam dessa estrutura, para então desenvolver um Estado de cunho absoluto. O Estado formulado por Maquiavel, em “O Príncipe”, segue até o advento da Revolução Francesa, em 1789, com a ascensão da burguesia ao comando do Estado. (MUSSI, 2017).

É importante dizer que nos estudos contemporâneos figura-se a hipótese interpretativa de Maquiavel como um republicano. Entre os defensores dessa ideia encontram-se os estudos de Hans Baron, Quentin Skinner, John G. A. Pocock e Claude Lefort. As justificativas para isso se multiplicam, mas, de modo geral essa ideia é associada à noção de republicanismo clássico no qual a liberdade do Estado implica a liberdade do indivíduo, e vice-e-versa. O povo, segundo essa visão, não estaria apartado do processo político, mas, ao contrário, estaria inserido nesse sistema como guardião da liberdade (ADVERSE, 2007).

Para Gamero (2013), a formulação teórica do Estado em Maquiavel não implica apenas na organização política e social dessa instituição, mas vincula-se ao próprio posicionamento do indivíduo ante as instituições públicas que emanam poder e consideração social. Nesse viés, a análise das contribuições de Maquiavel ajudanos a compreender a localização do indivíduo na comunidade, a sua projeção frente o social e, também, na condução da economia.

### 3.3 THOMAS HOBBES E A ALIENAÇÃO UNILATERAL DOS HOMENS AO ESTADO

O conceito de Estado, em sua configuração moderna, é disposto por Thomas Hobbes, no qual, segundo dispõe Limongi (2002), traçam-se três pilares: a) a soberania, ou seja, o Estado constitui um poder acima de todos; b) o Estado enquanto regulamentador da economia, ou seja, mantenedor da indústria, do comércio e dos elementos necessários à satisfação da vida material da sociedade civil e; c) o Estado enquanto representativo. O ato de consenso da comunidade civil, ainda em seu estado de natureza, impulsiona a criação racional do ente estatal e, este, passa a estar legitimado pela vontade de seus cidadãos e age em nome destes. (MELLO, 2012)

Assim como Maquiavel demarca a separação entre Estado e Igreja, Thomas Hobbes conduz a sua produção filosófica no mesmo rumo, embora escolha o nome de dois monstros bíblicos para figurar como título de seus livros: o Leviatã e o *Behemoth*. Com o primeiro tem-se a representação da força no governo soberano e absoluto, e no segundo evoca-se a violência e a força do caos, como aponta Souki (2008).

Thomas Hobbes, ainda influenciou de forma determinante as produções científicas de seus contemporâneos, como Locke, Rousseau, Kant e os enciclopedistas. Desse modo, o autor é um marco na construção moderna do conhecimento. Ainda na atualidade os seus escritos funcionam como aparato teórico de análise das interações entre indivíduos e destes com as instituições. O Quadro 01 mostra alguns pressupostos da teoria contratualista nos moldes de Hobbes, Locke e Rousseau. (MELLO, 2012).

Quadro 01 – Diferenças conceituais na filosofia contratualista - Thomas Hobbes, Jean Jacques Rousseau e John Locke

**Thomas Hobbes (1588-1679)**

**Estado de Natureza:** violência ininterrupta e instabilidade

**Motivação do Contrato Social:** segurança e proteção da vida.

**Figuração do Estado:** Estado soberano.

**John Locke (1632-1704)**

**Estado de Natureza:** insegurança de direitos.

**Motivação do Contrato Social:** consolidar a liberdade e a segurança.

**Figuração do Estado:** Estado Liberal.

**Jean Jacques Rousseau (1712-1778)**

**Estado de Natureza:** o homem é bom, mas é corrompido pela sociedade.

**Motivação do Contrato Social:** garantir a igualdade entre os indivíduos

**Figuração do Estado:** Estado social

Fonte: elaborado pelos autores com base em Lyra (1989), Alves (S.d) e Dent (1996).

Segundo Monteiro (1998), a política se constrói em Thomas Hobbes a partir das definições dadas por ele ao Estado. Assim, Hobbes defende o poder ao absoluto do Estado, enquanto um domínio que se opõe a esfera do poder temporal da sociedade civil e, também, ao poder espiritual. Todo o poder possível nesse mundo é temporal, e está demarcado pela atuação estatal. Hobbes propicia, também, a separação entre lei civil e lei natural, conceitos úteis ao direito nas teorias que se seguiram, como aquelas do embate entre positivismo e naturalismo.

A autoridade temporal do Estado advém da representação que esta instituição exerce sobre a sociedade civil. Assim é que o Estado maior detentor de poder na organização do mundo é resultado da vontade humana e não da vontade divina. Com essa constatação Hobbes entra em embate com toda tradição eclesiástica, cujo poder refletia não apenas no campo da Igreja, como, também nos costumes e na condução da vida pública. (BRANCO, 2004)

O poder absoluto pode estar caracterizado, de acordo com Hobbes, a partir de três formas de governo: (i) com o governo de apenas um homem, ou seja, na monarquia; (ii) pela presença de uma assembleia de todos os cidadãos, no que seria uma democracia direta ao estilo hobbesiano; ou, uma assembleia de parte dos cidadãos, escolhidos para constituírem a figura soberana, no que se aproxima da aristocracia. Na aristocracia pensada por Hobbes, a legitimidade do governo não advém da consanguinidade, mas da escolha popular e do consentimento gerado no seio da sociedade civil (MONTEIRO, 1998).

Fundamental a noção de Estado em Hobbes é a sua formulação do contrato social efetuado pela sociedade para passar do estado de natureza para uma comunidade civil. Hobbes, de acordo com Lopes (2012), apresenta a condição natural do homem como justificativa para a necessidade do Estado. Os homens se encontram em um estágio no qual são movidos por suas paixões e pelo instinto, situação cujo resultado é uma guerra de todo contra todos. Assim, o Estado é útil como medida do direito, para manter a ordem, a segurança e a vida dos seus súditos. A configuração do estado de natureza e a consolidação do Estado como mantenedor da ordem é disposta pelas seguintes formulações, segundo Lopes:

[...] o estado na qual o homem naturalmente está embrenhado é de não segurança, de não paz, de iminência de guerra e de morte cruel, assim o filósofo quer advertir todos que estejam nessa condição vem às pressas ao Estado soberano e se submetam em absoluto ao soberano, o detentor do poder, a fim de garantir segurança e uma vida mais tranquila, saltando da condição de intranqüilidade, instabilidade, da constante e iminente medo da morte violenta, que urge a todo o momento no estado de natureza. A melhor saída para tal fim trágico e, assim, garantir a paz e perspectiva de vida mais tranquila e harmônica é conceder o poder ao Estado, de preferência a um só homem, o soberano. (LOPES, 2012, p. 171)

Por natureza, de acordo com Hobbes, o homem é um ser vil e violento, cujas peculiaridades demandam afirmação institucional do ente estatal, assim, consolida o entendimento do Estado enquanto uma figura central na organização da vida social. Trata-se de consolidar a seara pública, já referenciada por Maquiavel, como um espaço central de decisões acerca do andamento e desenvolvimento pessoal e comunitário. Percebe-se a continuidade no esforço de laicidade da *res publica*, de uma ética que se desenvolva nesse espaço e que guie as práticas dos entes envolvidos com a comunidade, de modo proeminente e sobrepondo-se a quaisquer valores da moral individual. (MELLO, 2012)

O Estado, para Hobbes, figura como um animal artificial cujo criador é o homem. O ato de criação é o acordo ou contrato que aloca os indivíduos enquanto

súditos, cuja liberdade fica sujeita ao poderio do ente soberano. Assim é que a paz se solidifica no escopo social, e o Estado, enquanto resultado do consenso popular, figura como legitimo detentor de poder em troca de manter os bens essenciais à sociedade. A economia aparece como um dos elementos dispostos por sua fundamentalidade na vida pessoal e comunitária. Todavia, aqui se tem uma ideia de economia associada às atividades que possibilitam a vida material da sociedade. O conceito de economia desenvolvido enquanto ciência apenas seria apresentado, no século XVIII, com as proposições de Adam Smith. (MELLO, 2012)

#### **4 ROUSSEAU, SMITH E SEUS CONTRIBUTOS PARA A CONSTRUÇÃO DA ORDEM SOCIAL**

##### **4.1 JEAN JACQUES ROUSSEAU E A RELAÇÃO DO INDIVÍDUO COM A COMUNIDADE NA BUSCA PELA PACIFICAÇÃO SOCIAL**

Jean Jacques Rousseau é um filosofo da corrente contratualista cujas obras se interligam em uma produção consistente. A sua obra “Contrato Social” advém de questões já presentes no seu livro “Discurso sobre a origem da desigualdade”. Os seus escritos inspiram, até a atualidade, teorias contraditórias entre si. É possível encontrar estudos embasados em suas obras acerca do socialismo, da defesa da propriedade privada, do catolicismo, do protestantismo, ou seja, em diversos campos da política e da moral (CASSIRER, 1999).

Rousseau nasceu em 1712, em Genebra. Na França, para onde se mudou posteriormente, realizou os seus estudos e, já integrado ao meio intelectual, confraternizou com pensadores como Denis Diderot e David Hume. A sua morte ocorreu em 2 julho de 1778, em Paris (DENT, 1996). Rousseau propõe um estado de natureza no qual o homem nasce livre e feliz e pelo qual é corrompido pela sociedade, tornando-se escravo, mau e desventurado. O progresso civilizatório traria a divisão do trabalho e a propriedade privada, que, consequentemente, geraria (AZAMBUJA, 2008).

O estado de natureza pensado por Rousseau não se trata de fato de uma consideração sobre acontecimentos fáticos do mundo, mas de uma alegoria que permita descrever as instituições e justifica-las. Assim como o é para Thomas Hobbes e o John Locke, pensadores do contratualismo clássico. Rousseau permite pensar os elementos constantes na interação do indivíduo com a sociedade que culminam em situação de desigualdade social. A partir da identificação dessa

realidade parte-se para a transformação do mundo. Segundo Starobinski (2011, p. 36) para Rousseau: “O homem não é naturalmente vicioso; tornou-se vicioso. O retorno ao bem coincide, então, com a revolta contra a história, e, em particular, contra a situação histórica atual.”

No pensamento de Rousseau, o Estado permite a liberdade do indivíduo e, ainda por ele, torna-se possível concretizar essa liberdade (REALE, 2000). Assim, o Estado teria surgido como um mantenedor da ordem e um ente que tornaria possível a redução das desigualdades. Para isto, o homem cedeu alguns dos seus direitos para a autoridade estatal, mediante a proposição de um contrato. Porém, no Estado cada homem encontra uma parcela de poder (AZAMBUJA, 2008). Em “O Contrato Social”, Rousseau comprehende a vontade geral do povo como expressão de soberania (AZAMBUJA, 2008). Esse é o ponto crucial do contrato social. O Estado para Rousseau figura como um corpo soberano no qual todo indivíduo é uma parte indivisível, ainda que existam leis fundamentais que integrar o agir institucional (DENT, 1996).

Assim, assenta-se a filosofia política de Jean Jacques Rousseau. A relevância de sua filosofia até a contemporaneidade encontra-se na fundamentação racional que o autor oferece ao Estado. O Estado não existe e detém legitimidade para agir no escopo social de forma arbitrária, ou segue sem qualquer propósito ou objetivo. Ao contrário, o Estado nasce para promover o equilíbrio ante as tensões do indivíduo com o meio social. O Estado encontra-se incumbido de promover a igualdade entre os homens e garantir o acesso aos bens fundamentais à vida. A economia, nesse sentido, encontra-se entre um dos elementos de importância para o andamento da vida material do indivíduo. Trata-se de uma das ações de responsabilidade estatal, ainda que se desenvolva no quadro da liberdade para os empreendimentos individuais.

#### 4.2 ADAM SMITH E A INAUGURAÇÃO DO PENSAMENTO ECONÔMICO

Adam Smith é considerado o pai da economia enquanto ciência e as disposições metodológicas e conceituais dessa atividade foram sistematizadas na sua mais importante obra “Riqueza das Nações”. Contudo, a relevância intelectual de Adam Smith pode ser explicitada a partir do seguinte panorama, segundo Cerqueira (2003, p. 02):

Sua reputação como pensador antecede ao período em que ele foi entronizado como o fundador da economia política e um dos pioneiros do liberalismo econômico. Data, pelo menos, de 1759, quando publicou sua Teoria dos Sentimentos Morais. Receando que o livro tivesse o mesmo destino que sua obra de estréia, Hume encarregou-se de promovê-lo entre membros influentes dos círculos de literários e políticos. Posteriormente, quando seus piores temores já pareciam ter se dissipado, Hume redigiu uma longa e divertida carta em que comunicava sua iniciativa a Smith e o avisava em tom jocoso de que “your Book has been very unfortunate: for the Public seem disposd to applaud it extremely. It was lookd for by the foolish People with some Impatience; and the Mob of Literati are beginning already to be very loud in its Praises.” (Hume apud Smith, 1987: 35). De fato, o livro foi reeditado cinco vezes até 1790, ano da morte de Smith, e outras vinte vezes até 1825, tendo recebido no mesmo período de três diferentes versões para o francês e duas traduções para o alemão. Mais que o relativo sucesso editorial, as evidências disponíveis indicam que ele foi lido e refletido por um amplo conjunto de filósofos daquela época, começando, naturalmente, pelo próprio Hume e pelos iluministas escoceses, estendendo-se aos autores do Continente como D’Holbach, Condorcet, Herder e Kant (Reeder, 1997; Raphael e Macfie, 1982). O prestígio de Smith nos meios intelectuais e políticos ampliou-se, mais tarde, com a publicação da *Riqueza das Nações*.

No livro “Riqueza das Nações”, quando Smith discute a busca pelos interesses individuais de forma que abrange, também, o bem-estar da comunidade ao qual o indivíduo encontra-se inserido, tem-se uma clara abordagem ética e política. A convivência entre os indivíduos é alocada como sistema moral, no qual a conduta humana tem como fonte a interação na comunidade. (GANEM, 2000)

Smith destaca a importância da conduta do indivíduo no campo público, no qual se encontra a seara da economia. Segundo o autor no âmbito das instituições, as ações individuais transcorrem de modo diverso daquelas práticas transcritas no espaço privado da família ou dos amigos (D’ELIA, 2009). Sabe-se que ainda que o indivíduo seja egoísta, existem algumas características na natureza humana que fazem o sujeito se interessar pelo outro, ou, em outras palavras, pela condução da comunidade (SMITH, 2002 *apud* CAMPREGHER, 2013).

No campo econômico estabelecem-se valores mercantis e relações de troca. Todavia, ainda que essas práticas sejam diversas em cada espaço, não significa que não existam normas sociais implicadas nas relações de mercado (D’ELIA, 2009). Há uma racionalidade no campo da economia, que implica na existência de valores sociais que, por sua vez, atingem as motivações individuais e impactam na construção da comunidade. A construção da economia política, em Smith, pela disposição do sujeito e de seus interesses no quadro da construção da comunidade civil, do mundo que se realiza e se constrói para além da individualidade, está disposta nos seguintes moldes, de acordo com Ganem (2000, p.11)

Adam Smith pensa a ordem social como uma emergência que harmoniza o caos potencial dos interesses individuais e o traduz em bem-estar para a sociedade. Em vez de se chocarem induzindo à guerra hobbesiana ou à paz instável lockiana, os interesses privados são agraciados por uma mão invisível que os orienta para o bem-estar coletivo. Uma solução aparentemente harmoniosa que supõe a dissipação dos conflitos próprios de uma sociedade hierarquizada e dispensa, numa primeira leitura teórica, o princípio e a moral. Além disso, esta solução consiste numa explicação nada trivial que, utilizando-se de uma metáfora — a mão invisível —,<sup>1</sup> funciona como um operador social. Nesse sentido, o mercado é entendido como algo mais complexo do que um locus de troca e a mão invisível como mais do que um simples mecanismo de ajuste automático, representando a própria viabilização da ordem social, seu operador último, sua forma de organização social. E não é por outra razão que a teoria do mercado de Smith se torna inquestionavelmente a matriz teórica da ordem social liberal e a economia passa a ser entendida como essência da sociedade, terreno sobre o qual a harmonia social pode ser pensada e praticada.

A ética, em Smith, parte da alocação do indivíduo com relação aos seus companheiros. O homem descobre-se social, partícipe da comunidade, e a partir do reconhecimento do social fundamenta a sua moralidade, em síntese “[...] a sociedade experimentada por ele, e ainda por seus antepassados, é a medida da qual ele parte para fazer seu julgamento (juiz interno).” (CAMPREGHER, 2013, p. 15). A ordem social, aqui, é expressa como a harmonização dos interesses coletivos e individuais. Tem-se a explicitação de uma filosofia política de ordem empirista no qual a ética é condensada para explicar o comportamento humano ante a relação do indivíduo com o seu meio.

O indivíduo é o ponto de partida de Smith, numa acepção que remete ao realismo empregado por Maquiavel, todavia, na busca por melhorar a sua própria condição, o homem, nas disposições de Smith, excede o egoísmo e articula o interesse privado com o interesse coletivo (GANEM, 2000). Smith inaugura a ciência econômica e permite, com isso, que as figurações do indivíduo com seus interesses próprios tenham um espaço compartilhado, na figuração do mundo, com os interesses coletivos. A comunidade, assim, encontra-se apta a se desenvolver e, pela economia coadunam-se as motivações humanas individualistas com aquelas próprias da sociedade.

Para Cerqueira (2003), Adam Smith está assentado no panteão da história como o fundador da ciência econômica, cujos contributos remetem a filosofia moral e política. Em sua época, o autor não se preocupou em angariar discípulos que seguissem as suas teorias e as implementassem, por isso é possível que em sua época não tenham aplicado as suas proposições na vida prática. O que se sabe, no entanto, é que o pensamento de Smith marcou para sempre o pensamento econômico não apenas nas questões relativas à ética e economia, mas, também, na política, sobretudo no que se refere à interpretação sobre as funções do Estado.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Por meio deste estudo foi possível observar que, no ponto de encontro do pensamento dos quatro autores pesquisados, encontra-se a figuração do bem comum como paradigma da organização social e do Estado. Nas contribuições de Maquiavel, Hobbes, Rousseau e Smith, embora os primeiros tenham sido árduos defensores do Estado absolutista e os dois últimos liberais tem-se a materialização de importantes fundamentos teóricos que caracterizam o bem comum consolidados por bases racionais. A figuração do Estado e o desenvolvimento da política, da ética e da economia, nos quatro autores, permitem o reconhecimento e identificação do indivíduo com a sociedade, em cada época vivida por eles.

Com as proposições de Maquiavel, ainda que os resultados de suas teorias na prática institucional só fossem ser vislumbrados anos depois de sua morte, com o assentamento do Estado laico tem-se a disposição teórica das ideias de bem e mal e ético e antiético nas ações do Estado e da sociedade. Nas concepções de Maquiavel, para ser um bom governante, ao indivíduo não era preciso que possuísse uma moralidade cristã nos termos da época, mas, sim, que seguisse a boa gestão da pública. Ao Estado soberano, absolutista e com plenos poderes caberia a segurança do povo, que deveria abrir mão da sua condição de cidadão para ser súdito.

Da mesma forma, Hobbes propunha um governo soberano e, ainda que pudesse ser constituído por uma autocracia, poderia exercer força coercitiva sobre os indivíduos por ele tutelado. Tem-se, em ambos os casos, a conjunção do poder em uma única pessoa, o Rei. Essa legitimidade para exercer a força é disposta de modo voluntário pelos indivíduos na figura do Estado porque, no estado/condição de natureza, o homem seria propenso a violência e à aniquilação. Com o Estado a proteção da vida, a segurança e os meios de existência material poderiam ser supridos, o que configura a origem e fundamentação do Estado. Nesse sentido, o crescimento econômico seria um dos elementos que o Estado deveria conduzir e prover.

No século XVIII tem-se Jean Jacques Rousseau contrapondo-se a tais ideias. Se em Hobbes tem-se a configuração do indivíduo como naturalmente violento, em Rousseau o indivíduo é naturalmente bom, mas é corrompido pela sociedade. Para este filósofo o bem-estar e o correto desenvolvimento da vida

apenas seria possível por meio do contrato social que daria origem a um Estado que poderia, por suas práticas institucionais, promover a igualdade entre os homens e reduzir a tensão entre indivíduos na sociedade. Nesse sentido, a economia também se assentaria como uma atividade associada ao Estado e crucial ao desenvolvimento da vida, em todas as esferas.

Ainda no século XVIII, o ápice da vida que até então se desenvolvia na esfera privada, com o assentamento dos valores morais e religiosos transforma-se com a evolução do pensamento econômico, tendo como principal representante Adam Smith. Com Smith inaugura-se o pensamento focado na economia e na proposição de um sujeito racional que, por meio de sua racionalidade, organiza a vida material da comunidade e a sua própria. O Estado neste sentido, seria mínimo.

## 6 REFERÊNCIAS

ADVERSE, H. Maquiavel: a república e o desejo de liberdade. **Trans/Form/Ação**. São Paulo, 30(2): 33-52, 2007. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/trans/v30n2/a04v30n2.pdf>>. Acesso em: 15 out. 2018.

ALVES, R. L. A concepção de Estado de Thomas Hobbes e de John Locke. **Jus Navegandi**, s/d. Disponível em: <<https://s3.amazonaws.com/academia.edu.documents/7071500/texto03.pdf>>. Acesso em: 16 out. 2018.

ARRUDA, M. C. C.; WHITAKER, M. C.; RAMOS. **Fundamentos de Ética Empresarial e Econômica**. 3. ed. São Paulo; Atlas, 2005.

AZAMBUJA, Darcy. **Teoria Geral do Estado**. São Paulo: Globo, 2008.

BIGNOTTO, N. Política e vida privada na Mandrágora de Maquiavel. **Cadernos de Ética e Filosofia Política**, n. 24, 2014. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/cefp/issue/view/6574>>. Acesso em: 16 out. 2018.

BRANCO, P. H. V. B. C. Poderes invisíveis versus poderes visíveis no Leviatã de Thomas Hobbes. **Rev. Sociol. Polít.**, Curitiba, 23, p. 23-41, nov. 2004. Disponível em: <<https://revistas.ufpr.br/rsp/article/viewFile/3693/2943>>. Acesso em: 16 out. 2018.

CAMPREGHER, G. **A natureza humana do comportamento individual nos primórdios do pensamento econômico**: uma comparação entre Hume, Smith e Bentham. Porto Alegre: UFRGS, 2013.

CASSIRER, E. **A questão Jean-Jacques Rousseau**. São Paulo: Unesp, 1999.

CERQUEIRA, H. E. A. da G. **Para ler Adam Smith**: novas abordagens. Anpec, 2003. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2003/artigos/A20.pdf>>. Acesso em: 17 out. 2018.

DENT, N. J. H. **Dicionário Rousseau**. Rio de Janeiro: Zahar, 1996.

D'ELIA, V. V. El sujeto económico y la racionalidad en Adam Smith. **Revista de Economía Institucional**, vol. 11, n.º 21, segundo semestre/2009, pp. 37-43. Disponível em: <<http://www.scielo.org.co/pdf/rei/v11n21/v11n21a4.pdf>>. Acesso em: 17 out. 2018.

FREITAS JUNIOR, A. de. O pensamento político de Maquiavel. **Revista de Informação Legislativa**, v. 44, n. 174, p. 205-211, abr./jun. 2007, 04/2007. Disponível em: <<http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/141333/R174-10.pdf>>. Acesso em: 16 out. 2018.

GAMEIRO, A. R. **Maquiavel**: do político virtuoso ao bom governo. Ulusofona, 2013. Disponível em: <[http://recil.ulusofona.pt/bitstream/handle/10437/6091/res\\_13\\_06.pdf](http://recil.ulusofona.pt/bitstream/handle/10437/6091/res_13_06.pdf)>. Acesso em: 15 out. 2018.

GANEM, A. Adam Smith e a explicação do mercado como ordem social: uma abordagem histórico-filosófica. **R. Econ. contemp.** Rio de Janeiro, 4(2): 9-36, jul./dez. 2000. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/images/pesquisa/publicacoes/>>. Acesso em: 16 out. 2018.

KRONEMBERGER, T. S ; MALTA, M. J. M. **Considerações sobre a questão do Estado em Maquiavel e Hobbes**. Achegas.net, v. 39, p. 66-79, 2008. Disponível em: <[http://www.achegas.net/numero/39/maltakronemberger\\_39.pdf](http://www.achegas.net/numero/39/maltakronemberger_39.pdf)>. Acesso em: 15 out. 2018.

LIMONGI, M. I. **Hobbes**. Rio de Janeiro: Zahar, 2002.

LOPES, J. G. Thomas Hobbes: a necessidade da criação do Estado. **Griot – Revista de Filosofia**. Bahia – Brasil, v.6, n.2, dezembro/2012. Disponível em: <<https://core.ac.uk/download/pdf/25831573.pdf>>. Acesso em: 16 out. 2018.

MANDARANO, L. G. “**Segredos do princípio**” ou “**Jerônomo Osório e de como reagiu o mundo católico da Ibéria às ideias de Nicolau Maquiavel**” (**Séculos XVI e XVII**). (Dissertação) Mestrado em História. Universidade Federal de Juiz de Fora. Juiz de Fora, 2008. Disponível em: <<http://www.ufjf.br/ppghistoria/files/2009/12/Luiz-Gustavo-Mandarano.pdf>>. Acesso em: 16 out. 2018.

MONTEIRO, J. P. A ideologia do Leviatã Hobbesiano”. In: QUIRINO, C.G; VOUGA, C. ; BRANDÃO, G.M. (Orgs.). **Clássicos do Pensamento Político**. São Paulo, Edusp, 1998.

MATOS, A. S. de M. C. Thomas Hobbes, avatar do positivismo jurídico: uma leitura jusfilosófica do Leviatã. Phronesis. **Revista do Curso de Direito da FEAD**. Minas Gerais, vol. 1, Janeiro de 2006.

- MELLO, E. R. de. Considerações sobre o Estado em Hobbes. **Revista de C. Humanas**, Viçosa, v. 12, n. 1, p. 217-234, jan./jun. 2012. Disponível em: <<http://www.cch.ufv.br/revista/pdfs/artigo6evol12-1.pdf>>. Acesso em: 17 out. 2018.
- MUSSI, D. O pensamento revolucionário de Nicolau Maquiavel. **Rev. Bras. Ciências Sociais**, São Paulo, v. 32, n. 93, 2017.
- REALE, M. **Teoria do Direito e do Estado**. São Paulo: Saraiva, 2000.
- SADECK, M. T. Nicolau Maquiavel: o cidadão sem fortuna, o intelectual de virtú. In.: WEFFORT, F. (Org.). **Os Clássicos da Política**. 14º ed. São Paulo: Ática, 2006.
- SEN, A. **Sobre Ética e Economia**. São Paulo: Companhia das Letras: 1999.
- SOUKI, N. **Behemoth contra Leviatã**: guerra civil na filosofia de Thomas Hobbes. São Paulo: Edições Loyola, 2008.
- STAROBINSKI, J. **Jean-Jacques Rousseau**: a transparência e o obstáculo, seguido de sete ensaios sobre Rousseau. São Paulo: Companhia das Letras, 2011.
- TERMES, R. **Antropología del Capitalismo**. Barcelona: Plaza & Janes, 1992.
- VÁZQUEZ, A. S. **Ética**. 7. ed. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1984.
- WINTER, L. M. A concepção de Estado e de poder político em Maquiavel. **Tempo da Ciência** (13)25: 117-128, 1º semestre de 2006.