

"A FEA e a USP respeitam os direitos autorais deste trabalho. Nós acreditamos que a melhor proteção contra o uso ilegítimo deste texto é a publicação online. Além de preservar o conteúdo motiva-nos oferecer à sociedade o conhecimento produzido no âmbito da universidade pública e dar publicidade ao esforço do pesquisador. Entretanto, caso não seja do interesse do autor manter o documento online, pedimos compreensão em relação à iniciativa e o contato pelo e-mail [bjbfea@usp.br](mailto:bjbfea@usp.br) para que possamos tomar as providências cabíveis (remoção da tese ou dissertação da BDTD)."

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**  
**FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE**  
**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**  
**PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

**FINANCIAMENTO: IMPORTÂNCIA PARA O CRESCIMENTO ECONÔMICO,  
CONDICIONANTES E ANÁLISE DO CASO BRASILEIRO**

**Marcelo Lopes do Nascimento**

**Orientador: Prof. Dr. Dante Mendes Aldrighi**

**SÃO PAULO**

**2004**

**Prof. Dr. Adolpho José Melfi**  
**Reitor da Universidade de São Paulo**

**Profa. Dra. Maria Tereza Leme Fleury**  
**Diretora da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade**

**Prof. Dr. Elizabeth Maria Mercier Querido Farina**  
**Chefe do Departamento de Economia**

**Prof. Dr. Basília Maria Baptista Aguirre**  
**Coordenadora do Programa de Pós-Graduação em Economia**

**MARCELO LOPES DO NASCIMENTO**

**DEDALUS - Acervo - FEA**



**20600026258**

**FINANCIAMENTO: IMPORTÂNCIA PARA O CRESCIMENTO ECONÔMICO,  
CONDICIONANTES E ANÁLISE DO CASO BRASILEIRO**

Dissertação apresentada ao Departamento de Economia da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito para a obtenção do título de Mestre em Economia.

**Orientador: Prof. Dr. Dante Mendes Aldrighi**

**SÃO PAULO**

**2004**

Dissertação defendida e aprovada no Departamento de Economia da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo – Programa de Pós-Graduação em Economia, pela seguinte Banca Examinadora:

Nascimento, Marcelo Lopes do

Financiamento : importância para o crescimento econômico, condicionantes e análise do caso brasileiro / Marcelo Lopes do Nascimento. -- São Paulo : FEA/USP, 2004.  
60 f.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2004  
Bibliografia.

1. Finanças - Brasil 2. Financiamento 3. Crescimento econômico 4. Mercado de capitais I. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP II. Título.

CDD - 332

## RESUMO

Este trabalho apresenta as principais teorias e evidências empíricas sobre as relações entre financiamento e desenvolvimento econômico, além de uma análise do caso brasileiro. As principais conclusões são: (a) argumentos teóricos e empíricos indicam relações causais relevantes entre o grau de desenvolvimento do sistema financeiro e o crescimento econômico subsequente; (b) o desenvolvimento financeiro guarda estreita relação com fatores legais e institucionais, tais como a proteção legal a investidores (normas) e o cumprimento de leis e regras (*enforcement*); e (c) há obstáculos ao desenvolvimento financeiro e econômico no Brasil, pois existem deficiências institucionais que geram restrições financeiras às firmas locais.

### *ABSTRACT*

This work presents the main theories and empirical evidence about the finance-growth relations. In addition, we presents a analysis of brazilian case. The main conclusions are: (a) theoretical arguments and empirical evidences sugest relevant causal relations between the degree of financial development and afters economic growth; (b) financial development is strongly dependent of legal and institucional factors, such as legal protection to investors (eficient laws) and adequate enforcement; and (c) there are constraints to financial development and economic growth in Brazil because institucional deficiences lead to credit rationing and financial constraints to local frms.

## SUMÁRIO

<b>Introdução.....</b>	<b>pág. 2</b>
<b>I – Importância do desenvolvimento financeiro para o crescimento Econômico: uma revisão da literatura.....</b>	<b>pág. 5</b>
1. Survey Teórico.....	pág. 5
2. Estrutura Financeira e Crescimento Econômico: o debate “ <i>bank-based</i> ” versus “ <i>market-based</i> ” e seus desdobramentos.....	pág. 12
2.1. Padrões de estrutura financeira.....	pág. 12
2.2. O Debate.....	pág. 16
<b>II – Uma análise conceitual dos condicionantes do desenvolvimento financeiro no Brasil.....;;</b>	<b>pág. 28</b>
1. Financiamento do longo prazo no Brasil – quadro atual.....	pág. 29
2. Fatores condicionantes da oferta de títulos privados no Brasil.....	pág. 32
3. Fatores condicionantes da demanda por títulos privados no Brasil.....	pág. 36
3.1. Governança Corporativa.....	pág. 36
3.2. <i>Enforcement</i> .....	pág. 40
<b>II – Conclusões.....</b>	<b>pág. 44</b>
Referências Bibliográficas.....	pág. 56



## INTRODUÇÃO

O mundo sempre conviveu com grandes desigualdades entre os graus de desenvolvimento entre países e regiões globais, e talvez a mais importante questão e o maior desafio para os economistas em toda parte seja dar resposta a tais discrepâncias, não apenas para explicá-las, mas sobretudo a fim de desenhar instrumentos de política visando superá-las. Particularmente, é perturbadora a persistência – ao longo de décadas de experimentos em política econômica – das diferenças no grau de desenvolvimento entre países desenvolvidos (PD) e em desenvolvimento (PED).

Como salientado por Stiglitz (1989, p. 197), até os anos 1960 a resposta padrão da literatura na tentativa de explicar o fosso entre as economias atribuía tais discrepâncias a diferenças nas dotações de capital entre países, inclusive capital humano. E como consequência desse diagnóstico simplista, a prescrição padrão era ou a transferência de recursos (financeiros e capital humano) aos PED, ou o estímulo à poupança doméstica como forma de elevar as taxas de crescimento dessas economias. No entanto, Stiglitz argumenta que se o diagnóstico do baixo nível de estoque de capital estivesse correto, essas economias teriam atraído montantes expressivos de recursos das mais desenvolvidas (o que não se verificou), dado que a produtividade marginal do capital verificada nas primeiras seria maior. De modo similar, a escassez de capital humano determinaria salários (absolutos e relativos) maiores para a população educada dos PED, o que também não se manifesta. Tampouco a hipótese de convergência das taxas de crescimento<sup>1</sup> entre países, prevista pelo modelo neoclássico, parece estar se confirmando.

Em face desta constatação, fica em aberto a questão de quais seriam, então, os fatores que determinam o desenvolvimento econômico. Muitas teorias surgiram na tentativa de identificar quais seriam seus mais importantes condicionantes, mas ao longo do tempo aquelas que nos parecem mais persuasivas teórica e empiricamente são as que atribuem um papel essencial às instituições<sup>2</sup> na arquitetura da organização econômica – e, portanto, na dinâmica do crescimento – dado que os agentes interagem e tomam suas decisões de produção e investimento condicionados por essas estruturas. Considerando a base organizacional e o grau de sofisticação das economias contemporâneas, ganha centralidade o papel das instituições de

---

<sup>1</sup> Da renda *per capita*, com diferenças permanentes no consumo sendo explicadas por diferenças nas taxas de poupança e crescimento vegetativo da população.

mercado neste processo, uma vez que as transações entre os agentes econômicos se processam basicamente no âmbito de tais instituições (mercados), condicionadas por instituições-suporte, como o sistema legal.

Por esta razão, as diferentes estratégias de desenvolvimento possíveis estão inexoravelmente circunscritas à dinâmica dos mercados, notadamente os mercados financeiros, posto que a economia é financiada preponderantemente no âmbito destes, isto é, restrita a suas “leis” e instrumentos. Isto nos remete ao debate presente na literatura acerca das estratégias de desenvolvimento, no que se refere às suas relações com fatores financeiros. Assim, questões relacionadas à relevância da estrutura de financiamento da economia para o desenvolvimento econômico, à existência de um modelo superior de configuração do sistema financeiro, aos condicionantes institucionais desta estrutura, ao funcionamento eficiente das instituições que dão suporte ao sistema e, finalmente, às implicações de política visando à otimização dessas múltiplas interações, nos parecem centrais para os objetivos de crescimento.

Sob esta perspectiva, a proposta deste trabalho é abordar a questão do desenvolvimento financeiro sob três aspectos: primeiro, verificar sua importância para o crescimento econômico dos países, com base nos argumentos teóricos e empíricos encontrados na literatura; segundo, analisar os fatores econômicos e institucionais que importam no seu grau de sofisticação e efetividade, também com base na literatura; e terceiro, à luz dos resultados anteriores, realizar uma análise conceitual de como esses condicionantes atuam no Brasil, isto é, identificar as restrições dominantes e avaliar se o tímido desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro é um fenômeno de oferta ou de demanda por títulos desse mercado.

No primeiro capítulo do trabalho, apresentaremos um conjunto de análises teóricas e empíricas que buscam identificar a relevância dos fatores financeiros para o desenvolvimento econômico dos países. Veremos que os argumentos teóricos e empíricos mais consistentes neste debate sustentam relações causais relevantes e positivas entre o grau de desenvolvimento do sistema financeiro e o crescimento econômico subsequente, e sugerem ações que levem a um desenvolvimento mais amplo dos sistemas financeiros, sobretudo de mercados de capitais mais sofisticados, como meio de oferecer às firmas o conjunto mais amplo possível de alternativas de financiamento de suas atividades, de forma a remover quaisquer obstáculos ao seu crescimento. Além disso, tentaremos demonstrar que o

---

<sup>2</sup> Sobretudo pelo desenvolvimento dos *approachs* da Economia Institucional e da Economia da Informação, a partir dos quais surgiram outras subcorrentes do pensamento econômico buscando dar explicações a uma série de fenômenos não adequadamente tratados pela teoria *mainstream*.

desenvolvimento financeiro guarda estreita relação com fatores legais e institucionais.

À luz desses resultados, realizaremos, no capítulo II, uma análise conceitual das restrições de oferta e demanda de títulos privados no mercado de capitais brasileiro. Concluiremos que o Brasil enfrenta todos problemas e obstáculos típicos dos países em desenvolvimento, tendo seu desenvolvimento financeiro e econômico tolhido, basicamente através da geração de restrições financeiras (de acesso, preço e prazos) às empresas locais. Tais restrições são potencializadas pelo violento processo de *crowding out* da economia, pela “*síndrome do curto prazo*” dos agentes, e pela grande informalidade da economia brasileira, associada a um sistema jurídico extremamente ineficiente. Estes fatores interferem de forma direta e dominante na formação da poupança de longo prazo, em sua transformação em crédito para o investimento, e na demanda por títulos privados do mercado de capitais, determinando o subdesenvolvimento financeiro do país.

Finalmente, no capítulo III tentaremos sumariar as principais observações e conclusões do trabalho, apresentado ainda algumas sugestões de políticas corretivas (e pró-ativas), no sentido de atenuar os principais problemas institucionais que afetam a demanda por títulos privados de longo prazo, bem como aperfeiçoar os instrumentos de conversão da poupança financeira privada em créditos de longo prazo, sem o que não será possível contar com um desenvolvimento sustentável do mercado de capitais brasileiro.

# I – IMPORTÂNCIA DO DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO PARA O CRESCIMENTO ECONÔMICO: UMA REVISÃO DA LITERATURA

## 1. Survey Teórico

Ainda que não seja nova na literatura a idéia da existência de relações causais entre desenvolvimento do sistema financeiro e desenvolvimento econômico, as interpretações acerca da importância dessas relações para o processo de crescimento da economia são diversas e em grande medida conflitantes. Já em 1873 o economista Walter Bagehot advogava que o a revolução industrial inglesa teria sido precedida – e condicionada – pelo desenvolvimento do setor financeiro, visão esta que foi mais tarde corroborada por Hicks (1969).<sup>3</sup> A teoria de Schumpeter (1912), baseada no princípio da “destruição criadora”, sustentava que um sistema bancário eficiente promove a inovação tecnológica através da seleção e financiamento dos empreendedores com melhores chances de sucesso em seus projetos inovadores.

Também no campo das decisões de investimento, Keynes (1936), a partir dos conceitos de “*finance*”, “*funding*” e “preferência pela liquidez”, discute os mecanismos de funcionamento do mercado de capitais e suas relações com o investimento através do canal da liquidez, numa visão mais monetária das relações entre finanças e economia real. De forma oposta, visões como a de Robinson (1952) advogam que o prévio desenvolvimento empresarial é quem cria a demanda por novos instrumentos e arranjos financeiros, no que o sistema financeiro apenas responderia, de forma automática e não coordenada. Outros<sup>4</sup>, por seu turno, sequer atribuem qualquer papel ao sistema financeiro no processo de desenvolvimento econômico, ou na melhor das hipóteses são céticos quanto a sua efetividade [Levine, 1997, p.688].

Na tradição macroeconômica *mainstream*, de Fischer a Friedman, assim como em Keynes, as análises entre o lado financeiro e o lado real da economia se restringiam aos agregados exclusivamente monetários, sem qualquer ênfase, portanto, à importância da estrutura financeira para o crescimento econômico.<sup>5</sup> Somente nos anos 50, a partir do trabalho de Shaw & Gurley (1955), é que outras variáveis financeiras, além da moeda, voltaram a ser

---

<sup>3</sup> O autor reforça o papel da “revolução financeira” na eclosão da revolução industrial, dado que as inovações tecnológicas já existentes só puderam ser difundidas após a formação de um mercado de capitais mais robusto.

<sup>4</sup> Ver Lucas (1988), Meier & Seers (1984), Stern (1989) e Chandavarkar (1992).

<sup>5</sup> O *survey* de Gertler (1988) oferece algumas explicações para essa negligência.

incorporadas às análises, conferindo assim maior importância à estrutura financeira. Estes autores examinaram, partindo do conceito de “fundos emprestáveis”, as relações entre finanças e crescimento econômico, focando variáveis como poupança, investimento e eficiência alocativa de recursos.

### *Economia da Informação*

Não obstante os esforços desses e outros pesquisadores, somente nos anos 70 é que começam a ganhar corpo programas de pesquisa alternativos à ênfase monetária da ortodoxia, fundamentados em trabalhos teóricos e empíricos que passam a demonstrar a relevância da estrutura financeira para a economia real, notadamente os impactos de restrições financeiras sobre as decisões de produção e investimento das firmas. Neste campo, talvez as contribuições de natureza teórica mais importantes tenham vindo do programa de pesquisa da Economia da Informação que, ao enfatizar a proeminência das assimetrias informacionais entre os agentes, pôde demonstrar as imperfeições e ineficiências dos mercados financeiros.<sup>6</sup> O grande mérito dos teóricos da economia da informação talvez tenha sido sua capacidade de formalizar idéias que até então não haviam ganhado eco nos círculos ortodoxos justamente por não estarem ainda formalizadas.

Estes pesquisadores conseguiram demonstrar que na presença de informação imperfeita – isto é, em todos os casos, como Joseph Stiglitz costuma salientar em seus diversos artigos – a restrição financeira às firmas, traduzida no racionamento de crédito por parte dos intermediários financeiros e do mercado de capitais, é na verdade um equilíbrio de mercado competitivo, ou seja, um comportamento ótimo dos agentes. Entre os vários autores responsáveis pela consolidação desse programa de pesquisa, destacam-se George Akerloff, Joseph Stiglitz, Michael Spence, Bruce Greenwald e Andrew Weiss, cujas idéias serão apresentadas em maiores detalhes na próxima seção deste capítulo e no capítulo II.

### *O Paradigma da Repressão Financeira*

Paralelamente às contribuições da economia da informação, uma outra abordagem das relações finanças-crescimento desenvolve-se a partir dos trabalhos seminais de Ronald

---

<sup>6</sup> A hipótese neoclássica dos mercados perfeitos seria, portanto, apenas um caso especial da teoria.

McKinnon e Edward S. Shaw, ambos de 1973, os quais fundaram o chamado *Paradigma da Repressão Financeira*. As idéias preconizadas por esta abordagem suscitaram diversas controvérsias teóricas e empíricas, sobretudo pelo fato de terem ganhado formidável espaço entre organismos internacionais e formuladores de política econômica. A idéia central deste paradigma é que a excessiva interferência governamental no sistema financeiro, típica dos países em desenvolvimento (PED), causa sérias distorções alocativas que por sua vez produzem repressão financeira às firmas e, por conseguinte, redução das taxas de crescimento econômico, de modo que o corolário deste paradigma era a prescrição da liberalização financeira a tais países.

Na visão desses economistas, a imposição de controles administrativos sobre os mercados e fluxos financeiros, notadamente através da prática de taxas de juros artificialmente baixas sobre os depósitos, acabaria por expulsar recursos do setor bancário organizado, reduzindo a oferta de fundos emprestáveis por parte deste. Como consequência disso, projetos de investimento de alto retorno e produtividade são inviabilizados, caso haja escassez de recursos próprios por parte do empreendedor, além de os excedentes financeiros correspondentes serem ineficientemente alocados em projetos de menor produtividade (sobretudo na hipótese de autofinanciamento dos agentes superavitários), ou em ativos improdutivos, visando em geral proteção contra processos inflacionários, recorrentes nesses países [Aldrighi, 1997].

As primeiras críticas ao *Paradigma da Repressão Financeira* vieram nos anos 80 com os *neo-estruturalistas* Wijnbergen (1982, 1983) e Taylor (1983), os quais demonstraram analiticamente que a desregulamentação financeira pode gerar efeitos estagflacionários, dado que a elevação das taxas de juros exigida patrocina a migração de recursos do mercado informal, anteriormente alocados em atividades produtivas, para o setor bancário formal. E dado que este, por sua vez, se depara com as exigências de reservas compulsórias incidentes sobre os recursos em seu poder, a oferta total de fundos emprestáveis é reduzida. De outro lado, a elevação das taxas de juros pressiona os custos financeiros dos agentes deficitários (empresas tomadoras de crédito), gerando inflação.

No *front* empírico, a validade da liberalização financeira como estratégia de desenvolvimento é contestada por Dornbusch & Reynoso (1989), pois no entender desses pesquisadores os fatores financeiros seriam relevantes para o desempenho macroeconômico somente em um ambiente de instabilidade financeira persistente e/ou de grave deterioração do regime financeiro. Ponderam ainda que, sobretudo em um contexto de crise fiscal, a liberalização

financeira seria mais danosa que o financiamento inflacionário ou o endividamento externo, já que magnifica a instabilidade e acelera a inflação via redução da base de incidência do imposto inflacionário.

Outro autor que avalia empiricamente o *Paradigma da Repressão Financeira* é Diaz-Alejandro (1985), que analisa, à luz da teoria do racionamento de crédito de Stiglitz & Weiss (1981), o colapso financeiro de 1981-83 no Cone Sul, verificado após a implementação, no final dos anos 1970, de políticas de liberalização financeira nesses países. O autor argumenta que a crise ocorrida foi potencializada pelo caráter negligente da liberalização financeira implementada, haja vista as diversas imperfeições inerentes aos mercados financeiros dos países envolvidos. Também aponta as incongruências entre os programas de liberalização financeira e a natureza intrinsecamente instável das economias dos países em desenvolvimento, propondo ainda um programa eclético de reformas que visaria harmonizar a necessidade de liberalização financeira com as condições especiais presentes nesses países, minimizando assim as ineficiências da repressão financeira e os impactos nocivos da desregulamentação.

### ***A abordagem histórico-institucional***

Discutindo as relações finanças-crescimento, mas não se atendo apenas aos modelos macroeconômicos formalizados, surge o *approach* histórico-institucional. Entre os pioneiros desta abordagem, talvez Gerschenkron (1962) tenha sido o mais influente.<sup>7</sup> Ao abordar os processos de industrialização dos países à luz do papel desempenhado por bancos, empresários e estado, este autor identifica que esses papéis estariam circunscritos a especificidades históricas. Deste modo, a importância da participação de cada um desses atores nos processos de industrialização variaria ao longo do tempo e de acordo com o país, em função das exigências do cenário no qual se inserem, tendo os bancos e o estado, por exemplo, importância relativa maior nos países retardatários do que nos pioneiros da industrialização, haja vista as diferenças de competitividade entre países que foram se estabelecendo ao longo da história.

---

<sup>7</sup> Tendo sido, inclusive, referência do Banco Mundial nos anos 1970 no que se refere às recomendações de políticas concernentes ao setor financeiro aos países em desenvolvimento [Fry, 1988, pp.242-3]. Há também os trabalhos de Cameron (1967) e Goldsmith (1969), que serão discutidos na seção 5, onde serão apresentadas as principais evidências encontradas na literatura acerca das relações finanças-crescimento.

Outro representante da abordagem histórico-institucional é John Zysman (1983), que examina, com base nas experiências de EUA, Inglaterra, Alemanha, Japão e França, a influência da estrutura financeira no padrão de desenvolvimento industrial. A perspectiva de Zysman é abrangente, e envolve a análise do arcabouço político-institucional que condiciona a formação do sistema financeiro, o qual por sua vez molda as relações entre bancos, indústrias e governo, afetando assim o processo de mudança industrial. O autor fornece uma interessante tipologia das configurações estruturais dos sistemas financeiros<sup>8</sup> (a qual será apresentada e discutida em maiores detalhes na seção 4.1), e outra dos processos de mudança industrial<sup>9</sup>, relacionando-os ao tipo de estrutura financeira presente em cada país.

Também identificado com a perspectiva histórico-institucional, um outro grupo de autores defende a adoção de políticas e instituições financeiras caudatárias de estratégias de industrialização retardatárias (nos países periféricos). Trabalhos como os de Taylor (1983), Akyüz & Kotte (1991) e Wade (1990) identificam um grande espaço para a participação ativa do estado na organização e funcionamento do sistema financeiro, em virtude de uma série de problemas políticos, históricos e institucionais que condicionam as políticas financeiras e o processo de desenvolvimento desses países. Também concedem ênfase à existência de diversas imperfeições nos mercados financeiros, as quais são geradas fundamentalmente por assimetrias informacionais, o que tornaria a alocação dos recursos ineficiente: os retornos sociais passariam a exceder os retornos privados – o que só poderia ser corrigido com intervenções do governo, conforme sugerido pela economia da informação.

### *Pós-Keynesianos*

Alinhando-se com esta perspectiva intervencionista, uma outra abordagem, mais antiga, mas que merece destaque por ter renovado seu interesse no papel do estado no financiamento do desenvolvimento, embora este não seja o seu foco principal, é a pós-keynesiana. Além de se contrapor à visão dos fundos emprestáveis, inerente aos modelos do *Paradigma da Repressão Financeira*, essa corrente confere um papel determinante para a incerteza na dinâmica do investimento, com implicações sobre o processo de geração e distribuição de renda, e

---

<sup>8</sup> A classificação de Zysman é orientada pela maneira como os preços financeiros são formados – no que ele identifica sistemas baseados no mercado livre de crédito bancário, sistemas também baseados em intermediários financeiros, mas caracterizados pela administração dos preços por parte do governo, e sistemas caracterizados pelo financiamento e precificação via mercados de capitais (p.233).

<sup>9</sup> A industrialização poderia ser conduzida pelo estado, por grupos sociais proeminentes, ou pelo mercado.



reconhece a importância das falhas de mercado, questionando, porém, a lógica sugerida pelos novos-keynesianos para a ação do estado. Para esses autores, os problemas alocativos nos mercados de crédito e de capitais não são gerados apenas por falhas de distribuição de informação, havendo a necessidade da intervenção do estado no fomento a setores que venham a enfrentar racionamento de crédito e a instituições provedoras de informações que permitam aos agentes alocar seus recursos mais eficientemente. Além dessas contribuições, os pós-keynesianos estabelecem a distinção entre os mecanismos de *finance* e *funding* no sistema financeiro e entre poupança financeira e poupança macroeconômica, bem como fornecem análises pioneiras sobre as interações entre os ciclos econômicos e o grau de vulnerabilidade do setor financeiro [Minsky, 1982].

### ***“Financial services view” e “law and finance view”***

A partir dos anos 90, desenvolve-se uma vasta literatura teórica e empírica que associa a abordagem histórico-institucional com o instrumental e os referenciais da economia da informação, buscando identificar as relações finanças-crescimento com base na análise das estruturas financeiras dos países.<sup>10</sup> Autores como Ross Levine, Robert King, Asli Demirgüç-Kunt, Vojislav Maksimovic e Thorsten Beck, representantes da *financial services view*, têm se debruçado, ao longo de uma enorme quantidade de trabalhos, sobre as estruturas dos sistemas financeiros a fim de estabelecer seus vínculos com variáveis de crescimento econômico, tais como poupança, investimento, e eficiência alocativa do capital. Raghuram Rajan, Luigi Zingales, Franklin Allen e Douglas Gale, por sua vez, buscam fazer suas análises comparativas das estruturas financeiras vis-à-vis seus impactos sobre crescimento econômico com base em modelos desenvolvidos a partir da teoria da firma, dando ênfase aos custos de transação, à estrutura de capital das firmas, à inovação tecnológica e à divisão de riscos na economia.

A grande maioria desses trabalhos busca inferir essas relações a partir de análises econométricas *cross-country*, tipicamente<sup>11</sup>, utilizando modelos macroeconômicos de crescimento econômico e fazendo hipóteses micro que invariavelmente incorporam as

---

<sup>10</sup> Ainda que partindo de abordagens teóricas distintas, no que tange às variáveis de controle utilizadas nas análises.

<sup>11</sup> Autores como Philip Arestis e Panicos Demetriades, representantes da corrente pós-keynesiana, são críticos bastante ácidos dessas análises, e defendem, por seu turno, a utilização de modelos de séries de tempo no exame desse tipo de relação, ao invés dos modelos *cross-country*.

contribuições da literatura da economia da informação e dos custos de transação. Um terceiro grupo, capitaneado por Rafael La Porta, Florêncio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert Vishny, concentra suas análises do papel das finanças no desenvolvimento econômico em questões institucionais, tais como a relevância da qualidade do sistema legal para o desenvolvimento financeiro e econômico. Esta literatura é comumente identificada como *Law and Finance*, e também realça a importância das assimetrias informacionais, dos problemas de agência (principal-agente), da governança corporativa e das instituições para o desenvolvimento das firmas e do sistema financeiro.

A copiosa literatura teórica e empírica produzida por estes três grupos de autores é efetiva no reconhecimento da existência de um papel relevante para o sistema financeiro no processo de crescimento econômico. Não obstante, alguns autores argumentam que a relação causal entre desenvolvimento financeiro e econômico pode resultar indeterminada. Como veremos em detalhes na seção 4, argumenta-se, por exemplo, que o primeiro poderia predizer empiricamente o segundo simplesmente porque os mercados financeiros tenderiam a indicar sentido do crescimento, dado que as expectativas racionais possibilitam a antecipação de cenários pelos agentes e a consequente valorização financeira dos ativos. Em outras palavras, estas duas variáveis se comportariam desta maneira (descasada, com o desenvolvimento financeiro antecedendo o econômico) devido ao fato de os mercados acionários capitalizarem o valor presente das oportunidades de crescimento, ao mesmo tempo em que os intermediários financeiros passam a emprestar mais recursos, lastreados na expectativa de crescimento de seus tomadores, de modo que o setor financeiro como um todo se expande, mas apenas em virtude do efeito das expectativas, e não de uma relação causal pró-crescimento [Rajan & Zingales, 1998, pp.559-60].<sup>12</sup>

### ***Foco do trabalho***

Como se vê, a partir de um relato breve e intencionalmente parcial do “estado das artes” no tocante às relações entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico, a diversidade de interpretações encontradas na literatura é de fato significativa, sendo esta uma controvérsia antiga e recorrente nos meios acadêmicos, que gozando ora de menor, ora de maior destaque,

---

<sup>12</sup> Na visão destes pesquisadores, as análises das relações finanças-crescimento dependem mais de quão razoáveis sejam as hipóteses microeconômicas, do que de um modelo macroeconômico de crescimento específico.

tem se consolidado em torno de um conjunto de pressupostos teóricos e fatos empíricos.

Diante da heterogeneidade de abordagens, tentamos identificar as principais correntes e marcos analíticos de referência, a fim de guiar o debate e a análise das principais contribuições acadêmicas nas próximas seções deste capítulo. O exame do debate acadêmico nos levará a privilegiar a *law and finance view* (que une a perspectiva histórico-institucional ao instrumental mais sofisticado desenvolvido pela economia da informação, pela microeconomia, pela econometria e pela economia institucional), haja vista os significativos resultados teóricos e empíricos obtidos por este grupo de pesquisadores no que tange aos objetivos deste trabalho.

## 2. Estrutura financeira e crescimento econômico – o debate “*bank-based*” versus “*market-based*” e seus desdobramentos

### 2.1. Padrões de estrutura financeira

Historicamente, surgiram diferentes padrões de estrutura financeira ao longo do processo de desenvolvimento dos países, e diversos pesquisadores empreenderam esforços na busca de tipificações e hierarquizações adequadas dessas diferentes configurações de sistemas financeiros. Entretanto não há consenso na literatura e, nas palavras de Levine (1997, p.717), no que se refere às relações entre estrutura do sistema financeiro e crescimento econômico, “*existe considerável debate, esparsa evidência e insuficiente teoria*”. Autores como Goldsmith (1969), Gerschenkron (1962), Allen & Gale (1993, 1995, 2000), Zysman (1983), Stiglitz (1985, 1990, 2000), Boot & Thakor (1997), Levine (1996, 1997, 2000), La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer (2002), Stulz (2000) e Beck & Levine (2002a,b), entre outros, buscaram discutir os méritos das diferentes estruturas financeiras no papel de financiar a economia e promover o desenvolvimento.<sup>13</sup> Dentre estes, John Zysman (1983) e Thorsten Beck & Ross Levine (2002a) talvez sejam os que oferecem, do ponto de vista analítico, as tipologias mais interessantes de abordagem da estrutura financeira e suas relações com o desenvolvimento.

Em seu livro *Governments, Markets, and Growth – Financial Systems and the Politics of Industrial Change*, Zysman apresenta, à guisa da discussão do papel do financiamento nas

---

<sup>13</sup> A maioria desses trabalhos contrapõe basicamente as vantagens e desvantagens dos padrões *bank-based* e *market-based* no financiamento da economia.

estratégias de industrialização, uma tipologia estilizada das estruturas financeiras observadas nos países centrais, bem como suas implicações de política. São identificados três padrões básicos de configuração do sistema financeiro: (1) sistemas baseados no mercado livre de crédito bancário, doravante referidos como *bank-based* (na taxonomia de Zysman, “*credit-based, bank-dominated system*”); (2) sistemas também baseados em intermediários financeiros, mas caracterizados pela administração dos preços por parte do governo – doravante referidos como *government-based* (em Zysman, “*credit-based, price-administered financial system*”); e (3) sistemas caracterizados pelo financiamento e precificação via mercados de capitais, doravante referidos como *market-based* (em Zysman, “*capital market-based financial system*”). Como se percebe, a classificação de Zysman é orientada pela maneira como os preços são formados, estando estes sujeitos, no primeiro caso, ao poder de mercado dos bancos, no segundo caso ao poder discricionário do governo, e no terceiro caso ao sistema de mercado competitivo.

O padrão *market-based* se desenvolveu nos países pioneiros da industrialização, sendo tipicamente associado a EUA e Inglaterra. Este sistema se notabiliza pelo grau de participação de instituições não-financeiras no financiamento do investimento, as quais usualmente compram títulos de maior risco (empresas de *venture capital*) e/ou de médio e longo prazos (fundos de pensão) para amparar a estrutura temporal mais longa de seus passivos, deixando o financiamento do curto prazo a cargo dos bancos comerciais que, por sua vez, apresentam uma estrutura financeira temporalmente mais compatível. O *market-based* é tipicamente caracterizado pela diversificação e pela especialização das instituições provedoras de crédito e serviços financeiros, sendo esta especialização determinada pelo conjunto de instrumentos que cada tipo de instituição financeira pode ter acesso, de acordo com a regulamentação financeira de cada país.<sup>14</sup> Todavia, deve-se notar que a partir dos anos 80 deflagrou-se um processo de contínua desregulamentação financeira nesses países na direção da redução dos graus de regulamentação e segmentação características deste padrão [Kregel, 1998], apesar de as concomitantes e crescentes inovações financeiras se caracterizarem pelo avanço da securitização, reforçando, na realidade, a característica principal do sistema *market-based*, que é a maior importância do papel dos mercados no processo de financiamento do investimento, relativamente aos outros padrões de estrutura financeira.

No padrão *bank-based*, tipicamente associado à Alemanha,<sup>15</sup> o financiamento do investimento é sustentado principalmente por empréstimos de longo prazo concedidos por grandes bancos privados que, diferentemente do *market-based*, se organizam como bancos universais, provendo praticamente todo tipo de serviços financeiros, com base em uma estrutura de ativos e passivos temporalmente diversificada, de modo a absorver a oferta e suprir a demanda por capital de curto e longo prazos. Como consequência da universalização do papel dos intermediários financeiros, neste modelo são significativamente mais altos o grau de concentração e relevância do sistema financeiro, com pouco espaço para instituições não-financeiras (tais como os fundos de pensão), assim como o tamanho e o poder de mercado dos bancos, redundando na menor participação dos mercados de capitais, comparativamente ao *market-based*, no processo de financiamento do investimento, mesmo entre as grandes empresas (que teoricamente teriam acesso facilitado aos mercados securitizados).

No que se refere à regulamentação, o padrão *bank-based* típico pode ser visto como o inverso do *market-based*, haja vista a ausência de restrições à atuação dos bancos, estratégia esta que foi empregada, pelo menos no caso alemão, com o intuito de promover a retomada do desenvolvimento que os dois períodos pós-guerra exigiam [Zysman, 1983, pp. 251-265]. Mesmo a participação ou controle de firmas não-financeiras por parte dos bancos são explicitamente permitidos, o que em parte explica a presença de alguns mega bancos no sistema financeiro alemão, embora a participação relativa destes no sistema seja relativamente pequena (em torno de 8%), em função da grande importância das cooperativas de crédito e das instituições locais voltadas à captação de poupança e financiamento hipotecário.

Por sua vez o *government-based*, associado por Zysman às estratégias de industrialização do Japão e da França a partir do pós-guerra, se assemelha estruturalmente ao padrão alemão, notadamente pela predominância dos empréstimos bancários como meio de financiar o investimento. No entanto, este padrão se diferencia do *bank-based* no que diz respeito à liderança do processo de financiamento da economia, pois enquanto neste último a liderança é do setor bancário privado, no *government-based* a coordenação é dominada por instituições financeiras públicas, com preços administrados pelo governo. No Japão, por exemplo, o estado controlava as taxas de juros dos bancos privados e a alocação de crédito na economia

---

<sup>14</sup> Nos EUA, por exemplo, a especialização foi orientada pelo estado nos anos 1930, através de uma regulamentação que visava a elevação da competição e o desenvolvimento dos mercados de capitais. Na Inglaterra também houve regulação, mas a especialização foi mais espontânea [Zysman, 1983, pp. 266-281].

(*window guidance*). Além disso, esta participação governamental não se restringe, neste modelo, à formação de bancos de investimento e desenvolvimento estatais, como ocorre em países como o Brasil, mas conta, subsidiariamente, com vários tipos de agências de governo visando à implementação de políticas financeiras específicas. Assim, de um ponto de vista estrutural, o *government-based* apresenta maior diversificação e menor concentração de instituições financeiras e do mercado de capitais, relativamente ao padrão *bank-based*, mantendo, porém, a prevalência do financiamento indireto e da pouca expressão do mercado de capitais no suprimento financeiro de longo prazo.

A produção acadêmica das duas últimas décadas acabou por focar preponderantemente na dicotomia *bank-based* x *market-based*, mantendo em segundo plano o exame do padrão *government-based*, talvez em função da tendência global, verificada desde o final dos anos 80, de afastamento do Estado da atividade econômica e de redução de sua interferência – mesmo como regulador – na economia, de um lado, e de outro em razão de suas semelhanças analíticas com o *bank-based*, que se antagoniza mais claramente com o *market-based*. Ou seja, muitas vezes as discussões envolvendo o *bank-based* trazem implícitas e generalizam suas semelhanças e pontos de contato com o *government-based*, embora sejam significativos os efeitos econômicos e alocativos da diferença fundamental entre esses dois sistemas na dinâmica de formação de preços, como enfatizado por Zysman. As questões relativas à funcionalidade e efetividade desses modelos na promoção do desenvolvimento econômico será discutida na próxima subseção.

Em trabalho mais recente, Beck & Levine (2002a) abordam a questão das estruturas financeiras não pelo aspecto histórico-institucional (de estrutura e desempenho), como fez Zysman, mas pelo prisma da avaliação funcional destas vis-à-vis seus impactos sobre crescimento econômico, isto é, uma avaliação qualitativa de sua efetividade.<sup>16</sup> Sua tipologia investigativa também difere da de Zysman ao destacar nesse controverso debate duas outras correntes interpretativas da relevância da estrutura financeira para o desenvolvimento, além das duas visões mais recorrentemente empregadas na literatura (“*bank-based view*” e “*market-based view*”), deixando portanto de fazer distinção ao “padrão governo” (*government-based*). Assim, pela classificação desses pesquisadores, uma terceira visão do papel da estrutura financeira – a “*financial services view*”, com a qual se alinham – coloca

---

<sup>15</sup> Sobretudo por Zysman, pois a maioria dos autores inclui o Japão neste padrão.

<sup>16</sup> Nesse trabalho, utilizando dados em painel, os autores relacionam o padrão dominante da estrutura financeira com as taxas de crescimento entre países.

sua ênfase na importância do desenvolvimento mais amplo da indústria financeira, relegando o debate acerca da estrutura do sistema financeiro (*bank-based* ou *market-based*) a um segundo plano. Seus teóricos argumentam que a relevância para o processo de desenvolvimento econômico não está nas características das instituições provedoras de serviços financeiros (bancos ou mercados), mas sim na capacidade do sistema financeiro como um todo de contribuir para a redução de custos de transação e assimetrias informacionais, de modo que bancos e mercados exerceriam funções complementares [Levine, 1997, 2000; Boyd & Smith, 1998; Huybens & Smith, 1999; entre outros].

Uma quarta corrente identificada por Levine (a “*law and finance view*”) privilegia o papel do sistema legal na determinação do nível de desenvolvimento financeiro, argumentando que é mais proveitoso para as análises classificar os países de acordo com a eficiência de seus sistemas legais no suporte às transações financeiras do que de acordo com a estrutura financeira propriamente dita. Este questionamento quanto à validade da divisão dos sistemas financeiros em *bank-based* e *market-based* é de certa forma amparado no fato de haver, por exemplo, países em que ambos os sistemas são relativamente desenvolvidos e países em que nenhum deles é adequado, cujos desempenhos associados são igualmente díspares, dificultando as análises. Assim, faz sentido a abordagem analítica desta corrente – que considera o sistema legal e judiciário de um país como o principal determinante da efetividade de um sistema financeiro – na medida em que os países cujos sistemas legais protegem mais eficientemente os investidores (com leis e *enforcement* mais efetivos) obtêm maiores estímulos ao desenvolvimento financeiro, favorecendo assim o financiamento externo das firmas existentes, a formação de novas firmas e a eficiência na alocação do capital na economia, ou seja, o crescimento econômico. [La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, 1997, 1998, 1999, 2000, 2002].

## 2.2. O Debate

Curiosamente, todas essas abordagens têm seus entusiastas e detratores, sendo portanto conveniente comparar as estruturas financeiras partindo do ponto de vista de seus respectivos críticos. Para facilitar a exposição, utilizaremos a divisão analítica tipicamente encontrada na literatura, que associa o padrão *market-based* a EUA e Inglaterra e o padrão *bank-based* a Alemanha e Japão – embora, como expusemos acima, na taxonomia de Zysman o padrão japonês, assim como o francês, não seria o *bank-based*, mas sim o “*credit-based, price-*

*administered financial system*”, ou apenas *government-based*, como estamos utilizando no presente trabalho – de modo que as considerações a respeito do *bank-based* se aplicam em sua maioria ao modelo organizado pelo governo, em virtude do antagonismo predominante se dar entre “mercados” e “bancos”, independentemente da participação do governo nestes últimos (e no sistema como um todo).

Mas antes de se proceder à exposição da controvérsia, cabe em primeiro lugar notar que nas seções anteriores abordamos algumas visões do papel do sistema financeiro na economia, como a visão da Economia da Informação e o *framework* de Ross Levine, onde o papel, as funções e as vantagens de um setor bancário mais desenvolvido muitas vezes se confundiam, nas diversas abordagens, com o papel, as funções e as vantagens de se ter um sistema financeiro mais amplamente desenvolvido, de modo que as características do setor bancário foram por isso recorrentemente melhor exploradas, inclusive em função da visão extremamente crítica de autores como Stiglitz acerca dos problemas dos mercados acionários. Desse modo, vale agora ressaltar alguns dos principais argumentos arrolados na literatura em defesa do desenvolvimento do mercado de capitais como forma de promover o desenvolvimento mais amplo do sistema financeiro e, portanto, o crescimento econômico. Uma série de trabalhos teóricos e empíricos sustentam haver evidências de que o nível de desenvolvimento dos serviços financeiros em geral, enquanto suporte ao crescimento das empresas, tem papel macroeconômico determinante, pois ao contrário do que usualmente se supunha, bons projetos de investimento e poupança financeira não garantem isoladamente o crescimento econômico, sendo necessário um elevado nível de sofisticação financeira para que a alocação dos recursos disponíveis seja eficiente, privilegiando projetos com maior produtividade (Carvalho, 2000, p.596)<sup>17</sup>, de modo que muitos, como Ross Levine, defendem que o desenvolvimento, sobretudo o tecnológico, é recorrentemente – e necessariamente – precedido pelo financeiro.

Assim, tem-se que, primeiro, para uma dada taxa de poupança financeira sobre o PIB, intermediação financeira e mercados de capitais mais desenvolvidos propiciam um nível mais elevado de investimentos, ao reduzirem a destinação de recursos para ativos não produtivos usados como reserva de valor; segundo, o desenvolvimento do sistema financeiro, ao propiciar mecanismos eficientes de mobilização e alocação de recursos, faz com que estes sejam destinados aos investimentos mais produtivos; terceiro, um sistema financeiro eficiente

---

<sup>17</sup> Caso contrário, projetos altamente rentáveis, mas com longo prazo de maturação, são preteridos em prol de projetos de curto prazo, ainda que inferiores do ponto de vista da rentabilidade.



permite oferecer aos investidores condições de retorno, risco e liquidez que atendam a suas preferências, bem como transferir esses recursos para o setor real da economia, em volume, prazo e custo compatíveis com os requeridos para a realização dos investimentos; quarto, o desenvolvimento de mercados com liquidez permite transformar poupanças de curto e médio prazos em financiamentos ou suprimentos de capital de longo prazo; quinto, a diversificação de portfólios e a utilização de mecanismos de *hedge* e outros instrumentos de administração de riscos viabilizam a disponibilização de recursos para o financiamento de projetos de risco mais elevado, destacadamente a inovação tecnológica e as empresas emergentes; sexto, o acesso ao mercado de ações, ao liberar as empresas da estrita dependência da magnitude de seus recursos próprios ou de seus proprietários, bem como do endividamento que essa capitalização sustenta, permite otimizar a escala de produção e a tecnologia utilizada [Rocca *et al.*, 1998, p.6].

No exercício das funções acima atribuídas, no que diz respeito ao critério de funcionalidade do sistema desenvolvido por Levine (1997), o padrão *bank-based* favoreceria a redução das assimetrias informacionais, a alocação mais eficiente do capital e o melhor exercício do controle corporativo (governança), enquanto que o padrão *market-based*, promoveria mais eficientemente a divisão de riscos na economia [Allen & Gale, 1995]. Mas como bem sintetizado por diversos autores,<sup>18</sup> os defensores do padrão bancário entendem que o mercado de capitais é ineficiente na captação e no monitoramento dos recursos, dado que sua lógica dinâmica não gera incentivos à busca, pelo investidor, de informações mais criteriosas sobre a empresa emissora no instante da captação do recurso (problema do *free-rider*), ocorrendo o mesmo com relação ao monitoramento, já que a liquidez do mercado secundário propicia uma saída rápida da posição assumida no caso de haver incertezas. Esta característica, exacerbada no caso de mercados acionários muito líquidos, agravaria os problemas de governança corporativa, com impactos negativos sobre a eficiência alocativa e a produtividade [Bhide, 1993; Shleifer & Vishny, 1986].

Esta lógica também agravaria o problema original e intrínseco da assimetria de informações entre proprietários e gerentes, dado que ao possibilitar o comportamento oportunista destes últimos, potencializa o problema de agência e gera mais distorções e dificuldades de avaliação da empresa pelos investidores – o que acaba por reduzir e/ou encarecer o acesso a

---

<sup>18</sup> Levine (1997, 2000), Allen & Gale (2000), Stiglitz (1985), Carvalho (2001), Moreira & Puga (2000), Rajan & Zingales (1998), entre outros.

fundos via *underpricing*.<sup>19</sup> Um dos resultados deste padrão seria a geração de incentivos aos gerentes para que estes venham a aplicar recursos em projetos de curta maturação e baixo retorno – em detrimento do crescimento da firma – ou então que venham a fazer conluíus com diretores controladores para expropriar outros acionistas [Allen & Gale, 2000].

Stiglitz (1985) argumenta que uma vez que os preços refletem publicamente as informações disponíveis sobre a firma, o comportamento *free-rider* é incentivado, gerando baixa produção de informação pelos agentes, pois mesmo aqueles que não empreenderem esforços na obtenção de informações terão rápido acesso a elas, via preço. Outro argumento *pró-bank-based* é que mercados eficientes podem desincentivar as tentativas de *takeovers*, pois em tais situações pequenos acionistas têm incentivos a reter suas participações, ao invés de ofertá-las ao mercado [Grossman & Hart, 1980].

Contrariamente, ainda por este argumento, o padrão *bank-based* minimiza esses problemas, pois os bancos não são obrigados a divulgar informações estratégicas. Desta forma eles estariam mais interessados e aptos à coleta de informações e ao monitoramento da aplicação dos recursos, bem como à precificação mais acurada dos investimentos<sup>20</sup>, tendo assim maior volume e exatidão das informações, e por isto mesmo maior propensão a ofertar fundos de longo prazo, inclusive por mecanismos de *stage finance*<sup>21</sup>. Ademais, os intermediários financeiros teriam, ao contrário dos mercados atomísticos (acionários), economias de escala e escopo na busca de informações [Diamond, 1984; Boyd & Prescott, 1986; Williamson, 1986], reduzindo custos de transação e melhorando, portanto, a eficiência alocativa, o que por sua vez acelera a inovação tecnológica e o crescimento de longo prazo [King & Levine, 1993c]. Adicionalmente, Greenwood & Jovanovic (1990) apresentam um modelo endógeno, no qual intermediários financeiros afetam e são afetados pelo crescimento econômico, pois enquanto o crescimento econômico tende a reduzir os custos reais relativos do setor financeiro para a economia, ele também é estimulado através da elevação dos retornos dos projetos promovida

---

<sup>19</sup> O problema da sinalização adversa, como costuma ressaltar Stiglitz (1990, 2000).

<sup>20</sup> E no caso de haver colaterais, a precificação se limitaria à avaliação deste. Adicionalmente, nas violações de contratos de dívida, a transferência de direitos ao credor é mais efetiva, além do fato deste tipo de financiamento promover custos de agência menores. Isto porque o fluxo de pagamentos ao credor é dado, gerando mais um incentivo ao gestor para que este promova uma administração dos recursos o mais eficiente possível, já que os excedentes não serão divididos com o credor, mas apropriados internamente. [Shleifer & Vishny, 1997]

<sup>21</sup> Liberação escalonada de recursos, em função do andamento do projeto. Na visão de Stulz (2000), esta característica dos bancos os colocaria em posição relativamente vantajosa no financiamento de novas firmas ou projetos inovadores, dado seu maior comprometimento com aportes adicionais de recursos na medida em que o projeto se desenvolve.

por este setor.<sup>22</sup>

De acordo com muitos analistas, esta característica sistêmica seria uma das grandes responsáveis pelo crescimento da Ásia nas décadas recentes.<sup>23</sup> Além disso, nos países menos desenvolvidos os bancos seriam mais efetivos no financiamento da expansão industrial que os mercados de capitais, sendo os bancos estatais um bom instrumento na superação de falhas de mercado e na canalização da poupança doméstica para investimentos estratégicos [Gerschenkron, 1962]. Por outro lado, no caso dos bancos não enfrentarem restrições legais a sua atuação, eles podem explorar melhor as economias de escala e escopo no financiamento do crescimento industrial. Seu poder de mercado junto aos mutuários seria também um importante instrumento no processo de obtenção de informações gerenciais do tomador e de cobrança de obrigações financeiras, comparativamente aos mercados mais pulverizados [Rajan & Zingales, 1999].

Boyd & Prescott (1986) enfatizam o papel dos bancos no processo de reduzir assimetrias informacionais e melhorar a alocação de recursos, e Stiglitz (1985) e Bhidé (1993) sustentam que estes seriam superiores aos mercados acionários na função alocativa e na promoção da governança corporativa. Stiglitz (1990) identifica mais problemas que soluções nos mercados acionários e externa seu ceticismo quanto à possibilidade de desenvolvê-los nos países em desenvolvimento, dado que mesmo nos desenvolvidos a alavancagem das firmas via mercados acionários é bastante reduzida em relação a sua estrutura de capital. Entretanto, Levine (2000) argumenta que os mercados acionários podem afetar positivamente o desenvolvimento econômico mesmo quando não mantêm participação expressiva no volume de recursos levantados pelas firmas.

Mas os anos 90 trouxeram profundas mudanças estruturais na indústria financeira que, juntamente com as recorrentes crises econômico-financeiras em toda a Ásia, lançaram luzes sobre os problemas do padrão bancário, sobretudo no que se refere a *moral hazard*<sup>24</sup>, realçando algumas vantagens do *market-based*, inclusive por sua maior flexibilidade – tida de certa forma como problemática pelos defensores do *bank-based*. A necessidade de geração de

---

<sup>22</sup> Entretanto, esta capacidade também é comum aos mercados acionários, não sendo este um argumento pró-*bank-based*, propriamente.

<sup>23</sup> Ver Stulz (2000), Stiglitz (1990), Zysman (1983) e Banco Mundial (1993), entre outros.

<sup>24</sup> Garantias implícitas (ou não) do Estado para os empréstimos (gerando maior risco sistêmico) e ineficiência no monitoramento externo e na alocação de recursos, além de, na mão contrária, o exercício de poder de mercado – advindo da concentração de credores – pelos bancos, no sentido de realizar lucro extraordinário [Krugman (1998) e Mckinnon & Pill (1997)].

caixa para fazer frente aos pagamentos de juros e principal reduz as disponibilidades para aplicação em projetos lucrativos, inibindo-os *a priori*. Isto pode ser agravado no caso de desempenhos fracos em exercícios, cujo comprometimento periódico de caixa pode levar, inclusive, ao estrangulamento financeiro e à conseqüente execução dos contratos pelos credores. Em outras palavras, o endividamento bancário pode ampliar bastante a vulnerabilidade financeira, indicando que o poder de barganha dos bancos apresenta vantagens e desvantagens. Firms jovens, por exemplo, com ativos tipicamente intangíveis, ou que estejam em crescimento acelerado, podem ter seu crescimento obstruído pela extração de rendas informacionais<sup>25</sup> por parte dos bancos, tornando a alavancagem via dívida bancária inviável ou muito custosa, dada a exigência de garantias e a geração de caixa que ela demanda<sup>26</sup> – o que por sua vez acaba por proteger as firmas já estabelecidas [Hellwig, 1991; Rajan, 1992; Rajan & Zingales, 1998]. Em função desta distorção, essas firmas têm reduzidos os incentivos à implementação de projetos mais lucrativos, dado o risco de apropriação de grande parte das margens operacionais por bancos que tenham acesso a suas informações estratégicas [Rajan, 1992].

Há também o problema do viés tipicamente conservador dos bancos, que tendem a rejeitar projetos inovadores – porque mais arriscados – prejudicando assim o crescimento econômico [Weinstein & Yafeh, 1998]. Wenger & Kaserer (1998) por sua vez advertem, a exemplo de outros pesquisadores, que bancos com grande poder de mercado ou que não enfrentam restrições regulatórias sobre suas atividades podem formar conluíus com os gerentes das firmas tomadoras em detrimento dos investidores externos, prejudicando a eficiência do controle corporativo (governança) da firma. Críticos do *bank-based* também sustentam que bancos estatais priorizam mais os objetivos de política do que a superação das imperfeições de mercado, estando por isso mais propensos a canalizar recursos para indústrias intensivas em trabalho do que para indústrias estratégicas [La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 2002]. Dessa forma, defensores do *market-based* advogam que essas características indesejáveis advindas da condição privilegiada dos bancos em relação a seus parceiros seriam minimizadas pelos mercados de capitais, que seriam tipicamente mais efetivos na promoção da inovação e de indústrias baseadas em P&D [Allen, 1993].

Allen & Gale (2000) também enfatizam que os mercados acionários reduzem as ineficiências

---

<sup>25</sup> Através de informação privilegiada (*insider information*).

<sup>26</sup> Neste particular, as evidências confirmam que na OCDE esse tipo de endividamento é mais comum para empresas maduras.

advindas do exercício do poder de mercado por parte dos bancos, além de serem mais eficientes na promoção da inovação dada sua natureza competitiva, a qual contrasta com a tendência dos bancos ao conservadorismo. Entretanto, deve-se ressaltar que se por um lado a concentração de credores pode ser perigosa para a empresa, por outro a concentração da propriedade no sistema de mercado propicia pressões dos acionistas controladores sobre os gerentes que podem ser até maiores,<sup>27</sup> pois, em conjunto, acionistas tendem a dispor de instrumentos diretos de pressão mais contundentes que credores [Shleifer & Vishny, 1997]. Levine (2000) argumenta que mercados securitizados bem desenvolvidos estimulam melhores práticas contábeis, melhor *disclosure* e instrumentos financeiros que reduzem os obstáculos à mobilização de recursos.

Levine (1991) e Bencivenga *et al.* (1995) derivam modelos teóricos que mostram que a maior liquidez dos mercados acionários reduz os desincentivos ao investimento de longo prazo, ao permitir a saída da posição pelo investidor antes da maturação do projeto, favorecendo assim projetos de maior retorno e, portanto, o crescimento da produtividade [Levine & Zervos, 1998]. Esta também seria promovida pela maior divisão de riscos que os mercados acionários integrados internacionalmente oferecem, dado que a integração permite alterações de portfólio na direção de projetos de maior retorno [Devereux & Smith, 1994; Obstfeld, 1994]. Ainda com relação aos riscos, os mercados de capitais oferecem algumas vantagens adicionais. Do ponto de vista estrito da firma, proporcionam a divisão dos riscos intrínsecos ao empreendimento e não pressupõem obrigações fixas de pagamentos. Diferentemente, os intermediários financeiros assumem apenas o risco de crédito, além de exigirem pagamentos periódicos fixos que podem levar a firma ao estrangulamento financeiro, ampliando assim seu risco de liquidez.

No caso dos mercados de capitais, os pagamentos (dividendos) são interrompidos nos períodos de crise, seja ela interna ou generalizada, proporcionando maior flexibilidade financeira. Do ponto de vista agregado (social), a flexibilidade do fluxo de pagamentos e a divisão dos riscos com o ofertante do capital permitem às firmas manterem seus níveis de produção em ambientes recessivos, o que não ocorreria no caso da contração de dívida financeira, que por sua vez impõe geração de caixa contínua para honrar as obrigações [Greenwald & Stiglitz, 1988a-b, 1990].

---

<sup>27</sup> No próximo capítulo serão abordados em detalhes os padrões de propriedade e governança das empresas, onde esta questão se insere com maior clareza.

Como se vê, ambos os mercados, bancário e acionário, apresentam vantagens e desvantagens advindas, em sua maioria, de problemas informacionais. As ambigüidades são quase onipresentes, e muitas dessas imperfeições (além de outras vantagens e problemas desses mercados) já foram, inclusive, ressaltadas na exposição das idéias dos teóricos da Economia da Informação e no *framework* teórico de Ross Levine, de modo que as controvérsias envolvendo os padrões de desenvolvimento dos sistemas financeiros em suas relações com o crescimento econômico recomendam o aprofundamento das pesquisas empíricas e teóricas sobre o tema.

Levine (1997), por exemplo, aponta uma série de problemas analíticos (teóricos e empíricos) na construção desses *links*, os quais foram posteriormente tratados com relativo sucesso em trabalho empírico de Beck & Levine (2002a): (i) as pesquisas até então existentes não quantificam nem qualificam as estruturas dos sistemas financeiros do ponto de vista de sua funcionalidade, podendo levar a conclusões equivocadas quanto à caracterização e ao funcionamento das mesmas; (ii) uma multiplicidade de fatores atua no processo de desenvolvimento econômico e, portanto, antes de se estabelecer suas relações com fatores financeiros é preciso impor controles econométricos adequados aos demais para que as inferências sejam válidas; (iii) a controvérsia *bank-based* versus *market-based* seria na verdade inadequada, pois as evidências vêm mostrando que o desenvolvimento de ambas as estruturas – bancos e mercados securitizados – é importante para o crescimento<sup>28</sup>, sendo inclusive um bom previsor para o desenvolvimento econômico das décadas subseqüentes. Logo, os modelos teóricos deveriam considerar simultaneamente as duas classes de instituições do sistema financeiro (bancos e mercados) e buscar *proxies* das performances das funções realizadas por ambas; (iv) há importantes interações entre bancos e mercados acionários durante o processo de desenvolvimento que interferem na dinâmica de financiamento da firma e em sua estrutura de capital<sup>29</sup>, as quais não são consideradas em uma análise dicotômica entre os dois sistemas, devendo portanto ser empreendidas análises mais integradas dessas complexas relações; e (v) a concentração amostral em um grupo bastante restrito de países desenvolvidos<sup>30</sup> empobrece as análises empíricas, pois esses países têm

---

<sup>28</sup> Bancos e mercados de capitais não seriam concorrentes, mas complementares, provendo cada um deles um conjunto complementar de serviços financeiros às firmas, ainda que haja uma grande sobreposição de funções.

<sup>29</sup> Há por exemplo, nos países desenvolvidos, uma tendência à substituição de dívida bancária por ações à medida que a liquidez dos mercados acionários cresce. Contudo, nos países mais pobres essa tendência é inversa, talvez devido aos efeitos adversos da maior liquidez sobre a volatilidade, a qual acaba por gerar mais instabilidade econômica.

<sup>30</sup> Geralmente EUA, Inglaterra, Alemanha e Japão.

perfis de renda e desenvolvimento bastante próximos, podendo levar a conclusões equivocadas sobre o papel do sistema financeiro no crescimento econômico. Por isso, seria preciso que se incluísse nos trabalhos empíricos novos grupos de países, com características distintas do padrão usual.

### *A “financial services view”*

Não obstante essas ponderações e os problemas analíticos envolvidos, em face da experiência e dos avanços teóricos das últimas décadas, a literatura tem caminhado no sentido de advogar uma estrutura híbrida, na qual a pedra fundamental seria o (desejável) desenvolvimento de uma indústria de serviços financeiros forte e atuante, de modo a fornecer o maior leque de opções de financiamento às firmas, sendo dessa forma secundário o padrão de financiamento presente em cada país [Beck & Levine, 2000, 2002a-b]. Desta maneira, esses dois padrões seriam complementares, onde o *market-based*, presente nos EUA, favoreceria atividades intensivas em conhecimento, típicas da “nova economia”, bem como a cultura do *venture capital*, que dá suporte a novos empreendimentos e firmas jovens; enquanto que o *bank-based*, dominante na Alemanha e no Japão, seria mais propício ao financiamento de atividades intensivas em capital, típicas de empresas mais maduras, da “velha economia”, com risco do negócio intrinsecamente menor, e cuja capacidade de alavancagem via crédito é maior, com base no histórico financeiro e/ou garantias reais.

Outros autores também argumentam que ambos, bancos e mercados, seriam complementares por atuarem, cada um deles, na redução de diferentes custos de transação e informação [Rajan & Zingales, 1998], de modo que o melhor resultado viria, portanto, da conjugação de ambos, sendo por conseguinte desejável o desenvolvimento mais amplo do sistema financeiro. Todavia, também há contradições neste campo. O desenvolvimento financeiro promove a redução de custos de transação e de informação, melhorando a alocação dos recursos, mas como esta melhoria eleva os retornos sobre a poupança, suas taxas podem ser negativamente afetadas e, na ocorrência de suficientes externalidades entre poupança e investimento, o crescimento de longo prazo pode ser retardado. Outra contradição teórica se refere aos graus de substituição, complementaridade e efetividade relativa entre bancos e mercados em suas funções de indução do crescimento [Beck & Levine, 2002b].

### A “*law and finance view*”

Cabe destacar que o desenvolvimento dos sistemas financeiros também está sujeito a fatores não financeiros, tais como o desenvolvimento das tecnologias de telecomunicações e sistemas computacionais<sup>31</sup>, a dinâmica político-institucional, os sistemas legais, a política econômica e o próprio crescimento econômico, que acaba por determinar a estrutura, os custos reais (teoricamente decrescentes) e o grau de sofisticação dos serviços financeiros [Levine, 1997; Greenwood & Jovanovic, 1990].

Se parece razoável supor, diante desse debate, que se deva maximizar o grau de desenvolvimento e sofisticação da indústria financeira – e por extensão as estruturas de financiamento empresarial e o crescimento econômico – é também cada vez mais forte e freqüente a percepção de que esse desenvolvimento guarda estreita relação com fatores legais e institucionais, como advoga – segundo a classificação de Beck & Levine (2002a) – a “*law and finance view*”. Do ponto de vista analítico, esta visão se aproxima mais da “*market-based view*” do que da “*bank-based view*”, pois como a primeira, confere grande ênfase a fatores institucionais. Para esses teóricos, a “cadeia de transmissão” da relação “*finance-growth*” teria origem nos fatores institucionais que impactam as falhas de mercado, as quais por sua vez interferem na estrutura de incentivos que determina a formação do sistema financeiro e a estrutura de capital das firmas, afetando assim o crescimento destas e o lado real da economia. Particularmente, argumentando que “finanças” são um conjunto de contratos mais ou menos efetivos conforme a validade dos direitos de propriedade e dos mecanismos de *enforcement*, a *law and finance view* sustenta que é o sistema legal que determinaria a qualidade do sistema financeiro, afetando assim o crescimento de longo prazo [La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, 1997, 1998, 1999, 2000, 2002].

Desse modo, estes autores rejeitam a validade da abordagem dicotômica de bancos *versus* mercados, o que ganha relevância diante do fato de que a ocorrência dos modelos estilizados supracitados (ora capitaneados por bancos, ora por mercados) nos diversos países tem produzido resultados absolutamente díspares, e de que os testes empíricos têm confirmado seus argumentos teóricos em favor da visão legal [Levine, 2000; Beck & Levine, 2002b]. O corolário desta abordagem é que se deve, portanto, aperfeiçoar não apenas as instituições do sistema financeiro, mas sobretudo as bases do sistema legal, como meio para o crescimento.

Singh (1995), por exemplo, um dos pioneiros da abordagem institucional, atribui as



diferenças nas estruturas de financiamento a fatores institucionais particulares, tais como estrutura tributária, custos de transação e demais arranjos legais, os quais por sua vez impactam a magnitude das falhas de mercado que delineiam tais estruturas (*moral hazard*, seleção adversa e custos de agência, especialmente). Stiglitz (1985) também realça o papel do arcabouço institucional na minimização dessas falhas.

Carvalho (2001) argumenta que os fatores institucionais são mais relevantes para o desenvolvimento da indústria financeira no padrão *market-based*, pois este potencializa tais fatores. O autor contesta em parte os resultados de Levine (2000) e, de certa maneira, os de Rajan & Zingales (1998), entre outros, os quais sugerem a inexistência de uma relação de dominância entre os sistemas ora apresentados, pelo menos do ponto de vista empírico. De acordo com o autor, novas análises estariam indicando superioridade do modelo *market-based*, contrariamente ao que tem sido reportado pela literatura econômica, sobretudo aquela eminentemente histórica, com origem no trabalho clássico de Gerschenkron (1962). A idéia básica é que os processos de liberalização e desregulamentação dos mercados amplificam as mudanças na estrutura financeira, ao mesmo tempo em que expandem formidavelmente o espectro de atuação das diversas instituições econômicas, favorecendo a competição entre os fornecedores de recursos e serviços financeiros pelos tomadores existentes, com impactos positivos sobre a eficiência sistêmica. Desse modo, o intenso processo de desintermediação financeira e securitização dos mercados dos últimos anos, típico do padrão *market-based*, têm levado à maior competição na indústria financeira, favorecendo, por conseguinte, uma alocação de recursos mais eficiente na economia.<sup>32</sup> Neste sentido, Carvalho se alinharia com os defensores do *market-based*, e não exatamente com as visões *financial services* ou *law and finance*. Contudo, o autor reconhece a maior relevância dos fatores institucionais para o adequado funcionamento do sistema de mercados, comparativamente ao de bancos, no que o governo teria um papel importante, criando a infra-estrutura legal e material necessária .

Em suma, todos esses autores vêem nos fatores institucionais, notadamente o ambiente legal, a chave para o entendimento da questão do desenvolvimento financeiro, independentemente do padrão de estrutura financeira que advogam, seja ele *bank-based* ou *market-based*, o que vem sendo crescentemente apoiado empiricamente, como veremos na próxima seção. Uma

---

<sup>31</sup> Reduzindo custos de transação e possibilitando a oferta de novos serviços.

<sup>32</sup> Note-se que é igualmente controversa a questão da convergência entre esses modelos gerais por conta dessas transformações estruturais, sobretudo quando se contrapõem os modelos predominantes nos EUA, Alemanha e Japão. Esta questão passa necessariamente por questões de governança corporativa, e será examinada no próximo capítulo, quando trataremos especificamente do problema.

decorrência disso é que o mercado de capitais como um todo deve ser estimulado, caso o país deseje promover o crescimento econômico com base no estímulo à competição e à divisão racional de retornos e riscos na sociedade. Além disso, o aperfeiçoamento das instituições que dão suporte ao funcionamento eficiente do mercado deve ser obsessivamente buscado.

## II – UMA ANÁLISE CONCEITUAL DOS CONDICIONANTES DO DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO NO BRASIL

Nos primeiro capítulo deste trabalho apresentamos as teorias que relacionam desenvolvimento financeiro e crescimento econômico, as evidências dessas relações e o debate existente na literatura acerca da relevância dos fatores financeiros. A análise das evidências teóricas e empíricas indicou uma relação causal positiva e revelou a existência de importantes condicionantes do desenvolvimento financeiro. Partindo do princípio de que este deva ser perseguido pelos envolvidos, na busca da elevação do bem-estar da sociedade, também identificamos e analisamos tais condicionantes, a fim de entender e explicitar os mecanismos de transmissão dos fatores primários, muitas vezes bastante sutis, envolvidos no processo de desenvolvimento, no que tange aos seus aspectos financeiros.

Identificados estes fatores e sua relevância qualitativa, propomo-nos agora a realizar uma análise conceitual de como esses fatores interferem no desenvolvimento financeiro da economia brasileira, enquanto suporte ao crescimento sustentado desta. Note-se que, com a gradual mudança da agenda nacional da estabilidade econômica – notadamente a monetária – para o desenvolvimento econômico, houve, nos últimos anos, a produção de uma grande quantidade de bons trabalhos avaliando retrospectivamente o problema do subdesenvolvimento financeiro no Brasil, bem como diversos trabalhos – geralmente patrocinados por entidades de mercado – trazendo dados estatísticos e propostas para o desenvolvimento desse mercado. Por este motivo, evitaremos aqui reproduzir dados e estatísticas já amplamente divulgados, privilegiando, deliberadamente, uma análise qualitativa das condições necessárias ao atingimento do objetivo das políticas implementadas pelo governo e demais entidades de mercado, relacionadas à faceta financeira do projeto do desenvolvimento econômico.

Faremos, portanto, uma análise sucinta e eminentemente prospectiva dos condicionantes do desenvolvimento financeiro no Brasil, mas com um enfoque diferente de trabalhos anteriores. Nossa proposta é, a partir de um olhar horizontal sobre o mercado de títulos privados, avaliar se o obstáculo dominante ao desenvolvimento do mercado de capitais se encontra do lado dos incentivos às firmas para que utilizem esta forma de financiamento, ou do lado do interesse do investidor nesses ativos. Ou seja, buscaremos avaliar, de forma conceitual e à luz de todo o arcabouço teórico e empírico apresentado nos capítulos anteriores, se o subdesenvolvimento

financeiro é um fenômeno de oferta ou de demanda no Brasil.

Evidentemente, assim como na *cruzada* nacional em busca da estabilidade monetária, intensamente vivenciada pelo país nas últimas décadas, não existe um único fator relevante nem uma única medida suficiente para resolver o problema, mas nossa intenção é lançar luzes sobre os fatores mais críticos para o processo de desenvolvimento financeiro. Nas próximas seções deste capítulo apresentaremos dados sintéticos ilustrativos do baixo desenvolvimento dos mercados de capitais no Brasil, uma análise sucinta dos fatores ligados à oferta dos títulos privados, e uma análise mais detida dos fatores ligados à demanda por esses títulos.

### **1. Financiamento do longo prazo no Brasil – quadro atual**

Toneto (1996) apresenta uma análise detalhada da evolução das condições de financiamento da economia brasileira desde a reforma financeira de 1964 até o início dos anos 90. As restrições ao financiamento das empresas brasileiras são um fato empírico evidente, não apenas no que se refere ao acesso ao crédito, mas também – e sobretudo – com relação aos prazos, muito curtos, e ao custo do financiamento, reconhecidamente um dos maiores do mundo, senão o maior, pelo menos nos últimos 20 anos. Não obstante, o Brasil tem ficado de fora da maioria das pesquisas sobre financiamento de estudiosos estrangeiros, talvez por ainda ser visto “apenas” como um laboratório da economia mundial (talvez o maior). As companhias nacionais encontram-se em desvantagem não apenas em relação a suas concorrentes no mundo desenvolvido – fato que não surpreende – mas também em relação à média dos países em desenvolvimento: enquanto no Brasil a intermediação financeira gira em torno de 28% do PIB, a média dos países de sua classe conta com financiamentos da ordem de 58% do PIB, contra uma média na OCDE de 76% do PIB em créditos ao setor produtivo [Beck, 2000]. É amplamente aceito que na base destas restrições está a competição por fundos entre as firmas privadas e o setor público. A prática, pelo Banco Central, de altas taxas de juros na economia, associadas ao histórico prolongado de instabilidade econômica e institucional (potencializadora de incertezas e riscos), tem produzido reiteradamente claros efeitos no encurtamento do horizonte de previsão dos agentes e, como decorrência de todos os fatores acima, elevação do racionamento de crédito por parte dos fornecedores de recursos, notadamente o sistema bancário.

A grande informalidade da economia brasileira, por sua vez, associada a um sistema jurídico

extremamente ineficiente, eleva ainda mais a restrição financeira, em função da resposta do sistema a esses riscos, via elevação dos *spreads* nas operações creditícias. O sistema bancário, em virtude do histórico inflacionário da economia brasileira, acabou por acumular um capital extraordinário, se especializou e se sofisticou tecnologicamente, estando hoje muito bem estruturado e teoricamente pronto para uma expansão da demanda por crédito, basicamente a partir da redução da taxa básica de juros (administrada pelo banco central), da redução dos riscos sistêmicos da economia (sobretudo via estabilidade e crescimento econômico) e de reformas do sistema legal a fim de reduzir os famigerados *spreads* praticados pela indústria.

Destas três pré-condições básicas, apenas a reforma microeconômica seria objeto de políticas específicas para o desenvolvimento financeiro, e será analisada detidamente na próxima seção. No entanto, a despeito de estar relativamente bem estruturado, o sistema bancário brasileiro é realmente pequeno em volume de crédito e nunca teve, historicamente, um papel mais relevante no desenvolvimento econômico do país, sobretudo em função do curto-prazismo da economia brasileira e da concentração do crédito no setor público, o grande tomador da economia.

Por isso é pouco provável que o setor se expanda a ponto de financiar toda a demanda da economia, nem tampouco que migre grande parte de suas operações de crédito do curto para o longo prazo, ou mesmo para o médio, não apenas por sua típica aversão a riscos, mas também pela própria estrutura de seus passivos, que tendem a não permitir grande alavancagem e descasamentos de fluxos temporais. Teria de haver uma mudança estrutural muito grande na formação da poupança financeira nacional para levar a este movimento, o que por sua vez realça a necessidade de fortalecimento do mercado de capitais como um todo, visando à redução dessa dependência da intermediação. Em suma, o sistema bancário nacional, apesar de responder por mais de 90% do crédito privado, é extremamente concentrado no curto prazo e raciona recursos mediante uma *rationale* própria.

Dado que bcos, bndes e fontes externas não dão conta de financiar a economia, seria de se esperar que o mercado de capitais fosse chamado a complementar a oferta de crédito na economia, através de emissões primárias pelas firmas, sobretudo para atender às necessidades de investimentos de longo prazo tipicamente não cobertas pelo sistema bancário. Entretanto, veremos a seguir que não é isto que ocorre. A procura pelo mercado de capitais por parte das firmas brasileiras é bastante reduzida, restrita a firmas muito grandes e, quando ocorre, se dá

basicamente no mercado de dívida (debêntures e *commercial papers*), com pouquíssimos casos de utilização do mercado acionário: ínfimos 0,2% do PIB, conforme Claessens *et al.* (2001). E no período mais recente, a procura tem sido decrescente, como mostra o Gráfico 1, abaixo. Há muitas explicações para este comportamento, e as veremos nas próximas seções.

Por ora, nos limitaremos a apresentar algumas estatísticas selecionadas que evidenciam o baixo desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Para os dados comparativos de grupos de países, foram descartados períodos em que as estatísticas eram muito incompletas, mas de forma geral o período recente é bem coberto pela análise.<sup>33</sup> Utilizaremos inicialmente, como base de comparação, a “capitalização relativa” (CR), que é uma estatística freqüentemente encontrada em análises comparativas de diferentes mercados de capitais internacionais, a qual expressa a capitalização de mercado (VM) como proporção do PIB do país. O índice é obtido pela divisão do PIB pelo valor total do estoque de ações negociadas no mercado organizado, isto é, o somatório das ações emitidas por cada empresa listada na bolsa, multiplicadas por suas respectivas cotações ao final do ano, ambos medidos em dólares correntes.

Como se vê consolidado no Gráfico 4, para uma amostra de 22 países selecionados no período de 1990 a 2002, a capitalização de mercado do grupo de países industrializados situa-se sempre acima da dos emergentes, representando, em média, quase o dobro da exibida por estes: 73% do PIB nos primeiros, contra 40% nos últimos. Essa proporção é elevada no período de 1996 a 2000, em função dos movimentos especulativos no mercado americano envolvendo as ações de empresas de alta tecnologia e internet, cuja bolha acabou por estourar em 2000. Note-se que até 1996 os mercados emergentes vinham sendo beneficiados pelos fluxos de capitais internacionais oriundos dos países industrializados, patrocinados pela grande liquidez internacional e pelas reformas liberalizantes implementadas pelos países subdesenvolvidos. Este movimento teve sua inflexão com a crise asiática e das que a sucederam, elevando a aversão global ao risco.

Essa reversão do fluxo teve efeitos reais, com queda na trajetória de crescimento do PIB dos países emergentes, desaceleração do crescimento do comércio internacional, queda dos preços das exportações das matérias primas e condições mais difíceis de financiamento de curto e longo prazo para essas economias. Ainda assim, a forte valorização dos mercados centrais no

---

<sup>33</sup> Devido à falta de dados para algumas bolsas antes de 1995, foram utilizados dados referentes à segunda metade da década de noventa, até o final de 2002.

período que antecedeu o estouro da bolha especulativa acabou puxando as bolsas emergentes, de modo que em 1999 ambos os grupos de países atingiram o pico da capitalização de mercado, que chegou à média de 57% do PIB nos mercados emergentes e 108% do PIB nos industrializados. Essa consistente diferença de patamar de capitalização entre grupos de países está em linha com as teorias e evidências amplamente apresentadas e discutidas no capítulo I, que sustentam que o desenvolvimento econômico e a industrialização são positivamente correlacionados com o desenvolvimento do mercado de capitais, medido pela capitalização relativa.

Uma outra medida interessante para se avaliar o desenvolvimento do mercado de capitais é a Capitalização Média, que é a razão entre a capitalização de mercado e o número de companhias listadas em bolsa, e indica o preço médio de mercado de uma companhia listada na bolsa do país, o qual por sua vez dá uma medida não apenas do porte das empresas, mas também da concentração do mercado. O *ranking* acima revela que há indícios de que as companhias listadas em bolsas de países industrializados são maiores ou, pelo menos, melhor avaliadas, em média, pelo mercado. O Brasil apresenta um valor médio de mercado de suas empresas de US\$ 390 milhões, contra US\$ 1,51 bilhões dos EUA e US\$ 647 milhões do México, por exemplo. Os extremos do gráfico são exceções: a Índia apresenta a menor capitalização média da amostra porque é o país que possui o maior número de companhias listadas (5.562, na média do período, respondendo por mais de 56% do total do grupo dos emergentes), enquanto que a Itália surge em primeiro lugar no *ranking* de capitalização média porque tem o menor número de companhias listadas em bolsa da amostra considerada (apenas 252, na média do período).

## **2 Fatores condicionantes da oferta de títulos privados no Brasil**

Como vimos na seção 1 do capítulo II, existe toda uma estrutura de incentivos com a qual a firma se depara ao escolher sua estrutura de capital. Além das questões típicas dos modelos de *pecking order*, discutidas naquela seção, viu-se que a estrutura de incentivos presente na economia produz diferenças nas estruturas temporais de endividamento das firmas, inter e intra-países. No caso do Brasil, esta estrutura parece estar desfavorecendo o mercado de capitais local, cujos movimentos dominantes têm sido o fechamento de capital e o encolhimento do mercado como um todo nos últimos anos (Carvalho, 2000). Também

apresentamos no capítulo I os resultados de alguns estudos que têm buscado identificar, do ponto de vista empírico, as motivações por trás das decisões das firmas. Vimos que o tamanho da firma se mostra relevante e positivamente relacionado à probabilidade de abertura do capital, e que isto pode estar relacionado à necessidade das empresas maiores de consolidarem sua imagem institucional, bem como ao desinteresse das empresas menores em sofrer um maior acompanhamento por parte das autoridades fiscais, por se utilizarem de práticas fiscais evasivas.

Há também, entre outros fatores, a influência de estratégias oportunistas, em períodos em que o mercado se encontra mais valorizado, seguida do fechamento de capital quando a situação se inverte, motivação para redução da alavancagem e dos custos do crédito bancário, e busca da maximização da riqueza dos próprios controladores, em detrimento da eficiência da firma. Vimos ainda que, além dos benefícios acima, verificados empiricamente, do ponto de vista teórico se destacam adicionalmente a liquidez ao investidor, o maior acesso a fundos, as melhores condições de negociação junto a bancos, a diversificação de portfólio, a possibilidade de troca de controle e a função disciplinadora da gestão.

Entretanto, nosso enfoque neste capítulo não são as vantagens, mas os fatores críticos para o desenvolvimento do mercado de capitais, nesta seção associados especificamente aos desincentivos à abertura de capital no Brasil, onde os custos são de fato muito altos. Em nosso entender, o principal fator de restrição à oferta de títulos pelas empresas é exatamente o custo do dinheiro. As altas taxas de juros praticadas no país inviabilizam uma participação maior do capital de terceiros no financiamento das empresas, pois enquanto a taxa de retorno sobre o patrimônio líquido das empresas dos setores primário e secundário, por exemplo, gira em torno de 6% ao ano, daí para menos, as taxas reais de juros no país excedem os 10% a.a., em média, inviabilizando investimentos. Leal (2000b) estimou um custo médio de capital próprio de 32% para as empresas abertas<sup>34</sup>, muito acima da taxa de retorno dos ativos da maioria das atividades econômicas. O problema é que há pouca oferta de crédito na economia e o setor público é o grande tomador, limitando a competição pelos títulos privados e elevando seu custo para as empresas. Quanto às emissões de ações, do mesmo modo as firmas ofertam poucos títulos porque a elevação do custo do capital próprio na qual incorreriam é muito grande, dado que a abertura de capital promove uma divisão dos resultados da alavancagem entre os acionistas, o que tende a ser considerado pelos

---

<sup>34</sup> Para a estimação, através do modelo CAPM, foi utilizado um prêmio de risco sobre o preço das ações de 8% a.a., na média dos últimos 30 anos, e taxa livre de risco média de 19%a.a.



proprietários originais como um adicional ao custo de capital, ainda que isto possibilite diversificar riscos.

Mas ainda que, por um lado, o custo do financiamento externo seja mesmo proibitivo para a grande maioria das empresas, por outro, estas não têm demonstrado suficiente disposição para contribuir na redução deste custo, pois ainda existe grande resistência à adoção de boas práticas de governança corporativa. Como veremos mais adiante, a adoção de melhores práticas tende a reduzir o prêmio de risco dos títulos, reduzindo assim o custo de capital da emissora. Contudo, os empresários brasileiros estão deixando de atender a demanda dos investidores e perdendo esta oportunidade de baixar seus custos de captação. O episódio da reforma da Lei das S/A ilustrou bem a cultura do empresariado nacional, que através de suas entidades de classe pressionou fortemente os legisladores para impedir maiores avanços no sistema de proteção ao investidor, no que tiveram bastante sucesso. A reforma resultou num mero paliativo, apresentando pouquíssimas melhorias e protegendo as companhias já abertas. No período recente, foram criados alguns fundos de investimento especializados em ações de empresas com boas práticas de governança, mas os gestores tem se queixado da falta de alternativas no mercado, pois fatores culturais inibem a oferta desses títulos.

Outro fator importante de desincentivo à oferta de títulos privados é o fenômeno do *underpricing*, que consiste, como já abordamos anteriormente, na negociação das ações com descontos substanciais sobre os valores da emissão primária, sobretudo em função da natural assimetria informacional entre emissores e investidores. Quanto menor a eficiência da indústria de *underwriting* e a credibilidade do emissor, maior será o desconto. Leal (2000b) observa que no Brasil o retomo mediano entre o preço de emissão e a cotação de fechamento no primeiro dia de pregão chega a mais de 35%, o que claramente onera o custo do capital para a emissora. Note-se que quanto maior o histórico de oportunismo por parte das empresas em suas relações com o mercado, maiores também serão os descontos sobre os títulos, de modo que esta taxa extremamente alta no Brasil indica uma desconfiança de certa forma procedente.

Talvez mais que em outros mercados, a perda de confidencialidade envolvida na abertura de capital é um fator restritivo importante no Brasil, haja vista a enorme informalidade da economia. O nível de abertura de informações exigido da companhia aberta implica maior exposição ao fisco, inibindo práticas evasivas, às vezes gentilmente classificadas pelo mercado como “planejamento tributário”. Além disso, a exposição pode prejudicar a estratégia

competitiva da firma e gerar, no caso do mercado acionário, perda parcial de controle sobre os rumos da companhia pelos proprietários controladores originais, em virtude do compartilhamento de decisões estratégicas.

Nos últimos anos, uma das bandeiras das entidades de mercado na cruzada pelo desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro tem sido a busca de redução das despesas administrativas. No Brasil, esses custos diretamente ligados à abertura de capital (comissões, taxas de registro, etc.) e os gastos periódicos (atendimento ao acionista, publicações diversas, auditoria e taxas de manutenção nas bolsas) têm peso significativo sobretudo para as firmas menores, em função da pequena escala de investimentos. E além das despesas propriamente ditas, há uma série de obstáculos à funcionalidade e eficiência do mercado de capitais que poderíamos aqui apresentar e analisar detidamente, mas não o faremos por dois motivos. Primeiro, porque a pretensão deste trabalho não é fazer um levantamento completo dos obstáculos ao desenvolvimento do mercado, mas apenas de apontar os maiores “gargalos”, os fatores críticos de sucesso, buscando hierarquizar o problema para se ter uma noção de relevância e prioridade das ações a se implementar. Segundo, porque além de muitos bons trabalhos terem surgido nos últimos tempos apontando estes problemas e dando amplo conhecimento dos fatos, estes mesmos problemas foram com muita propriedade identificados, sumariados e analisados propositivamente no Plano Diretor do Mercado do Capitais, elaborado de forma coordenada por todas as (24) grandes entidades representativas do mercado de capitais brasileiro, em abril de 2002.

Dentre os obstáculos gerais mencionados neste trabalho, o maior deles, que é o custo financeiro do capital propriamente dito, não depende de políticas específicas para o mercado de capitais, mas de uma conjunção de fatores macroeconômicos favoráveis que levem à queda das taxas de juros na economia brasileira. Os demais dependem (a) do próprio crescimento do mercado, para que se alcance a escala de operações necessária e se estabeleça uma relação de confiança com o investidor consistente no tempo; (b) de mudanças culturais por parte das empresas, para que estas passem a ofertar títulos com boa governança corporativa, cuja demanda está reprimida; e (c) de políticas visando à elevação da funcionalidade e eficiência do mercado, via redução dos custos das companhias abertas, inclusive através de mudanças na política tributária e de melhorias regulatórias (e auto-regulatórias) por parte dos órgãos competentes (CVM – Comissão de Valores Mobiliários, BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo, e demais entidades ligadas ao mercado.

Parece-nos bastante claro que estas entidades, especialmente a BOVESPA, têm centrado esforços importantes nos últimos dois anos no sentido de reduzir os custos de transação, aperfeiçoar o sistema, promover a eficiência, atrair a adesão de novas empresas ao mercado de capitais, com ênfase nas empresas menores, e popularizar o mercado acionário, através de uma série de iniciativas, tais como o uso do FGTS para compra de ações e o “home broker”, que vem possibilitando a elevação da participação de investidores individuais (pessoas físicas) nas bolsas de valores, tanto em termos absolutos como relativos, mesmo considerando o retorno dos investidores estrangeiros à bolsa em 2003 elevando os volumes negociados.

### **3 Fatores condicionantes da demanda por títulos privados no Brasil**

Como vimos acima, o sistema financeiro brasileiro é caracterizado por uma oferta de crédito bastante reduzida e não conta com o suporte de um mercado de capitais desenvolvido, restringindo assim o crescimento das firmas. Vimos que a pequena oferta de títulos privados ao mercado se deve a diversos fatores, sendo o principal deles o custo do capital – que por sua vez é função direta da demanda dos investidores por esses títulos. Isto posto, é necessário identificar os fatores-chave que determinam a baixa demanda pelos títulos privados no mercado de capitais e, dentre estes fatores, aqueles que são passíveis de serem objeto de políticas específicas visando sua superação no menor lapso de tempo, uma vez que tais obstáculos se colocam no caminho do crescimento econômico, tão caro, alardeado e necessário ao país. A análise dos fatores condicionantes da demanda por títulos privados no mercado brasileiro se relaciona intimamente com a abordagem dos condicionantes do desenvolvimento financeiro realizada nas seções 2 e 3 do capítulo II, e se baseará nela.

#### **3.1 Governança Corporativa**

Vimos anteriormente que por Governança Corporativa entende-se o conjunto de instituições, econômicas e jurídicas, cuja função é prover meios através dos quais fornecedores de recursos (investidores) se assegurem de que terão o retorno de seus investimentos. Mais que isso, que não sejam lesados em quaisquer de seus direitos por aqueles que estejam na posse dos recursos (gestores) ou por outros investidores (os detentores do controle da firma). Trata-se, portanto, de assegurar uma rede de proteção ao investidor, a fim de minimizar as

possibilidades de expropriação deste. E é justamente aí que reside a importância maior da governança no Brasil, pois a configuração da estrutura de propriedade das empresas brasileiras é, como veremos, altamente favorável à prática de abusos contra acionistas minoritários. Da mesma forma, o sistema jurídico-legal no país premia o infrator da lei, sobretudo quando este é o devedor.

Portanto, a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas empresas, sobretudo as de capital aberto que tencionam participar ativamente do mercado de capitais, representa um estímulo adicional para que o investidor demande títulos privados. A observância dos princípios-chave da boa governança pelas firmas – transparência (*disclosure*), prestação de contas (*accountability*) e equidade no tratamento aos acionistas – reduz diversos riscos exógenos para o investidor e permite a explicitação dos demais riscos inerentes ao investimento, dando maior segurança à tomada de decisão e elevando a expectativa de que as decisões da empresa serão tomadas no interesse de todos os acionistas, e não apenas dos controladores.

Como resultado da maior demanda pelos papéis da empresa mais cuidadosa em sua relação com investidores, tem-se a desejada redução de seu custo de capital e a conseqüente valorização dos títulos de sua emissão, o que por sua vez atrai mais investidores, num círculo virtuoso. Assim, o “*tag-along*”<sup>35</sup>, a vedação de transações com partes relacionadas, a outorga do direito a voto para ações preferenciais no caso de não pagamento de dividendos, a seleção de arbitragem para questões societárias, a transparência na gestão, o respeito aos minoritários e a política de conselhos de administração independentes são exemplos de valores que vêm sendo agregados às ações e que podem influenciar no sucesso de captações no mercado de ações.

Não por acaso a governança corporativa tem estado no centro do debate da gestão empresarial nos últimos anos. Sobretudo depois dos graves problemas de agência envolvendo grandes corporações americanas, em um mercado que sempre foi a vanguarda e referência mundial. A tendência agora é que a adoção de boas práticas de governança se torne cada vez mais importante no acesso das companhias ao capital, sendo portanto absolutamente estratégica. No Brasil, as boas práticas de governança são definidas no “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa”, elaborado pelo IBGC – Instituto Brasileiro de

---

<sup>35</sup> É o direito dos acionistas minoritários receber, no caso de transferência de controle, o mesmo valor pago aos acionistas majoritários por suas ações. A legislação obriga o pagamento de, pelo menos, 80% do valor das ações com direito a voto (art. 254-A da Lei das S/As).

Governança Corporativa, em conjunto com órgãos reguladores e instituições de mercado, a partir do amadurecimento do debate mundial sobre a questão nos últimos anos.<sup>36</sup> Há muitas lições a serem tiradas dos problemas recentes envolvendo o mercado de capitais dos EUA, pois os escândalos da Enron, Worldcom, Tyco e Adelphia, entre outros, caracterizados pelo uso extensivo de informações privilegiadas e pela manipulação de resultados, entre outros crimes, explicitaram riscos até então ocultos, ou pelo menos não percebidos, e provocaram a revisão de muitos conceitos. A crise culminou com a reformulação da fiscalização da SEC e a criação da Lei Sarbanes-Oxley. É curioso notar que muitas das inovações introduzidas por essa lei já eram padrão no mercado brasileiro, até pela cultura mais regulacionista presente no Brasil. Neste particular, cabe notar que talvez a maior deficiência no mercado local seja não as leis, mas a supervisão ineficiente dos órgãos reguladores e a incerteza quanto à sua aplicação (baixo *enforcement*).

Mas como anda a governança corporativa no Brasil? O modelo brasileiro é caracterizado pela propriedade concentrada do capital, freqüentemente familiar, de modo que os conflitos de interesse manifestados envolvem tipicamente acionistas controladores e minoritários, ou controladores/gerentes e credores, em linha com as observações empíricas para os países em desenvolvimento, providas pela literatura, conforme apresentamos no capítulo anterior. Claessens *et al.* (2001) avaliaram o modelo brasileiro de governança e confirmaram a estrutura de propriedade altamente concentrada, com grande separação entre o controle e os direitos sobre os fluxos de caixa, levando a significativas diferenças de preço entre as ações preferenciais e ordinárias (com direito a voto), o que se traduz em maiores riscos de expropriação pelos controladores.

Pesquisas realizadas pelo IBGC (2001) e pela Mckinsey & Company e Korn/Ferry International (2001) também confirmam esta configuração da estrutura de propriedade das empresas brasileiras,<sup>37</sup> demonstrando a presença típica de um acionista controlador, que via de regra atua direta ou indiretamente como gestor da companhia, de modo a assegurar que na prática ele esteja no centro das principais decisões estratégicas da firma. Esta configuração envolve conflitos de interesse, sobretudo quando o assunto é a distribuição dos resultados ou a própria estrutura de capital da empresa. Abre-se a possibilidade de comportamentos

---

<sup>36</sup> O código tem seus correspondentes nos principais mercados de capitais no mundo, e foi fortemente inspirado neles.

<sup>37</sup> No Brasil, o maior acionista possui, em média, 41% do capital social, enquanto que os cinco maiores possuem 61%. Quanto às ações com direito a voto, 62% das empresas apresentam um acionista que detém isoladamente mais de 50% do capital (Oliveira, 2000).

oportunistas por parte do controlador, em detrimento dos demais acionistas e/ou credores da empresa, sendo clara, neste caso, a importância do estabelecimento e observância de princípios equânimes e claros, visando a minimização dos benefícios privados de controle.

Entre as iniciativas recentes mais importantes estão a criação, pela BOVESPA, do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa.<sup>38</sup> Uma avaliação recente dos efeitos da migração para os Níveis 1 e 2 de governança corporativa, efetuada por Carvalho (2003), revelou que a adesão às práticas diferenciadas de governança produz um impacto positivo no valor das ações, na quantidade de negócios realizados, na liquidez dos papéis e em sua volatilidade frente a choques exógenos (macroeconômicos). Quanto ao Novo Mercado, a premissa básica é que a valorização e a liquidez das ações são positivamente influenciadas pela qualidade das informações prestadas pelas empresas e pelo grau de segurança conferido aos direitos dos acionistas. Esse segmento de listagem da BOVESPA é destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem voluntariamente a adotar práticas de governança corporativa e *disclosure* adicionais em relação ao que é exigido pela legislação. Essas regras estão consolidadas no Regulamento de Listagem, e além de ampliarem os direitos dos acionistas e melhorarem a qualidade das informações prestadas pelas empresas, oferecem aos investidores uma alternativa para a resolução dos conflitos mais

---

<sup>38-a</sup> **NÍVEL 1** - As companhias inscritas no Nível 1 de governança corporativa se comprometem basicamente com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária, sendo as principais práticas exigidas: manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital; realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital; melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial; cumprimento de regras de *disclosure* em operações envolvendo ativos de sua emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa; divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*; e disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos. => segue...

<sup>183-b</sup> **NÍVEL 2** - Para se enquadrar no Nível 2 de governança, a empresa e seus controladores devem adotar um conjunto mais amplo de práticas de governança e de direitos dos acionistas minoritários: mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração; disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS GAAP; extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais; direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo; obrigatoriedade de realização de oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível; e adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

ágil e especializada: a Câmara de Arbitragem.<sup>39</sup>

A recente reforma da Lei das Sociedades Anônimas também trouxe alguns aperfeiçoamentos, mas deixou bastante a desejar no que se refere às condições de controle. Em virtude da estrutura de propriedade fortemente concentrada no Brasil, a perspectiva de *takeover* hostil é nula, inviabilizando este importante mecanismo disciplinador de governança. Isto deveria ter sido corrigido com a reforma, mas não foi. A quase totalidade das empresas abertas brasileiras (cerca de 97%) possui mais de 50% das ações com direito a voto em poder do bloco de controle. Sob a lei anterior era mais fácil manter o controle, pois com apenas 1/6 do capital total da empresa (16,67%) isto era possível. Porém, praticamente não houve mudança neste aspecto com a nova lei, dado que agora é necessário deter apenas 1/4 do capital total (25%) para se manter o controle e, pior, isto só vale para a novas aberturas de capital, isentando todo o estoque de empresas abertas da obrigatoriedade de migração, ainda que gradual, para um padrão superior.

### 3.2 Enforcement

Como acabamos de concluir, o rede de proteção ao investidor, necessária para que este demande livremente títulos privados, não se sustenta sem a construção de mecanismos de *enforcement* eficientes. Abordamos no capítulo II os impactos do sistema legal na economia, onde se demonstrou que, por razões históricas, o direito romano apresenta, relativamente ao anglo-saxão, muito mais resistências à interpretação e à criação de novas leis quando as vigentes estão incompletas ou ultrapassadas. Em função disso, quando os contratos são incompletos e a situação não está prevista na lei vigente, as cortes romanas (tribunais que seguem a *civil law*) apresentam maior probabilidade de perpetrar decisões injustas. La Porta

---

<sup>39</sup> A companhia aberta que adere ao Novo Mercado tem como obrigações adicionais a emissão exclusiva de ações ordinárias; a realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital; a manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital; a extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia; o estabelecimento de um mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração; a disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS GAAP; a introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial; a obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado; e o cumprimento de regras de *disclosure* em negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa. Um contrato assinado entre a BOVESPA e a empresa contando com controladores e administradores como signatários confere força legal aos compromissos assumidos, alguns dos quais devendo ser aprovados em Assembléias Gerais e incluídos no Estatuto Social da companhia.

*et al.*(1997a) apresentaram evidências empíricas de que países cujas cortes são baseadas na *civil law* apresentam os piores índices de proteção ao investidor e, conseqüentemente, os mercados financeiros de dívida e capital menos desenvolvidos do mundo. Apresentamos também estudos que demonstram a importância do sistema legal na proteção de direitos de crédito e propriedade, como meio para viabilizar um maior conjunto de contratos possíveis e capacitar o credor a punir gerentes e proprietários no caso de insolvência, desincentivando a má administração dos recursos e promovendo o crescimento das firmas.

O Brasil, um caso típico do modelo acima, tem seu mercado de capitais fortemente afetado pelas incertezas jurídicas inerentes ao seu regime jurídico.<sup>40</sup> Nas cortes brasileiras, as leis adquirem múltiplas interpretações, aumentando a insegurança e o risco dos contratos, o que resulta em custos e desestímulos à atividade econômica. Mas isto não é tudo: a lentidão é a característica marcante do judiciário brasileiro. Mesmo quando a interpretação de uma regra é cristalina e incontestável, a decisão judicial sobre sua violação e a respectiva execução da sentença às vezes se arrastam por décadas. E quando há direitos financeiros em jogo, típicos dos contenciosos envolvendo o mercado de capitais, a gravidade da morosidade é maior, e por vezes irremediável.

Nos referiremos neste trabalho ao “sistema legal” como o conjunto de leis existentes, as quais serão tão mais adequadas quanto mais claras e consistentes com outras leis e práticas comerciais o forem; e ao “sistema jurídico” como o conjunto de procedimentos e mecanismos que interferem na maneira como as leis são aplicadas, ou seja, no *enforcement* propriamente dito, sendo este uma tradução da cultura jurídica do país, podendo ser avaliado com base na qualidade dos julgamentos, na agilidade dos processos e na previsibilidade das decisões. Em todos os estudos realizados por pesquisadores dos sistemas locais de proteção ao investidor, o Brasil tem ocupado posições pouco honrosas, que refletem as práticas adotadas no país. E quanto o assunto é a eficiência do sistema legal propriamente dito, as notas são igualmente baixas em relação aos padrões internacionais [La Porta *et al.*, 1998].

Diante desses fatos e da relevância do problema, fica difícil compreender a razão da escassez de pesquisas de estudiosos brasileiros acerca das relações entre economia e judiciário no Brasil. Pinheiro (1998, 1999, 2000 e 2002) é um dos poucos que vem realizando pesquisas

---

<sup>40</sup> Para citar apenas alguns eventos da esdrúxula história jurídica do País no período recente, destacamos as quebras de contrato impostas pelo próprio governo por ocasião dos planos de estabilização: congelamentos de preços, mudanças nas regras de indexação, alterações no cálculo dos índices de reajuste de contratos, criação de novos ônus tributários sobre contratos e aplicações e depósitos já realizados, restrições sobre a liquidez de investimentos e até mesmo o confisco de poupanças e depósitos (no desastrado Plano Collor).



constantes e importantes nesta área. E mesmo o setor bancário, por exemplo, com seu extremo peso e influência na economia brasileira, não tem, inexplicavelmente, patrocinado pesquisas na área, ainda que seja provavelmente o maior beneficiário de uma eventual reforma (honestas e profunda) do sistema legal e jurídico brasileiro.

No tocante ao sistema legal, pode-se avaliar que as leis brasileiras, pela própria cultura ibérica e pela tradição da *civil law*, com origens no direito romano, são tradicionalmente detalhistas e procuram prever o maior número de situações possíveis, senão todas. No entanto, este afã de tudo prever tem lá seus problemas: primeiro, favorece uma série de comportamentos oportunistas de partes interessadas em obter vantagem indevida, dado que é praticamente impossível prever todas as situações em contratos e regulamentos (teoria dos contratos incompletos); segundo, dificulta a própria dinâmica de atualização e aperfeiçoamento das leis, que tendem ao anacronismo; e terceiro, por não privilegiar a observância dos princípios que dão origem às leis (aqui entendidos como “o espírito da lei”), a tradição legal brasileira tende a aplicar os códigos de forma literal, o que causa sérias dificuldades de lidar com a exceção. Este problema ocorre porque a tradução das regras e práticas da sociedade na forma de leis e regulamentos apresenta problemas inerentes à codificação dos comportamentos humanos, de modo que esta atitude formalista perante os litígios tem como resultado a dificuldade de tratar o que não está explícito nos regulamentos, mesmo quando a questão está subordinada a princípios gerais suficientemente claros e/ou universalmente aceitos. Além disso, a administração da justiça baseada estritamente no código pode eventualmente contrariar o princípio original, subvertendo o sentido da justiça.

Esta deficiência endógena na harmonização dos conflitos é imensamente agravada pela presença de um sistema jurídico repleto de arcaísmos, formalismo excessivo dos códigos processuais, estrutura administrativa irracional, rituais ineficientes e má formação de juizes e funcionários, sobretudo no que se relaciona ao direito corporativo, indispensável às transações econômicas e a um sistema adequado de proteção aos direitos de propriedade. Como resultado deste perfil institucional e administrativo nada funcional, potencializado pela instabilidade do quadro legal do país, obtém-se o elevado nível de morosidade característico da justiça brasileira.<sup>41</sup>

Não obstante, Pinheiro (2000) mostra, com base em pesquisas de campo, que esta visão crítica do judiciário brasileiro não é compartilhada pela maioria dos operadores do direito, que

---

<sup>41</sup> Para evidências, ver Borges e Lopes (2001), Beck (2000), Leal (2001) e Pinheiro (2000), entre outros.

assimila muito bem a cultura jurídica arcaica presente no país e não vê grandes problemas no sistema, curiosamente. De fato, muitos dos participantes do sistema se beneficiam da falta de racionalidade da justiça brasileira, que acaba por privilegiar o infrator, dado que este pode lançar mão de intermináveis artifícios e argumentos processuais como forma de protelar decisões sobre o mérito das questões, bem como a respectiva execução das sentenças, quando promulgadas. Isto obstrui a administração da justiça que, quando extemporânea, torna-se injustiça, posto que reduz o valor presente do bem ou direito.<sup>42</sup> Não surpreende, por esse lado, a ausência de propostas concretas de reforma por parte do judiciário brasileiro e de suas entidades de classe, notadamente a OAB e a AMB,<sup>43</sup> que conhecendo o sistema a fundo, deveriam ser os primeiros (e os mais capazes) a identificar e propor melhorias. Nos parece óbvio que se houvesse nesses meios um incômodo real com a maneira como a justiça é administrada no país, mudanças já teriam sido propostas e/ou implementadas. Mas é sabido que em todo processo de mudança com ganhadores e perdedores atuando por dentro do sistema, avanços não são tão fáceis.

Enfim, parece claro que o sistema jurídico é o responsável direto pelas deficiências de *enforcement* no Brasil. E como não poderia deixar de ser, tais deficiências são percebidas pelos agentes, inibindo as transações, inclusive com efeitos distorcivos sobre os preços e sobre a alocação dos recursos. O escopo da atividade econômica também é reduzido pelo desestímulo à especialização das funções e contratos e pela sub-exploração de economias de escala, gerando subinvestimento do capital, sobretudo em operações de longo prazo, ao restringir o horizonte de previsibilidade dos agentes. No mercado de capitais estes efeitos são amplificados, pois os direitos de propriedade sobre ativos financeiros são especialmente sensíveis a estas imperfeições, fazendo com que a insegurança jurídica seja um dos grandes inibidores da demanda do investidor pelos títulos típicos destes mercados. É intrigante, portanto, a desatenção dos economistas brasileiros aos impactos do mau funcionamento do judiciário sobre a economia. A pesquisa da economia institucional, desenvolvida a partir do trabalho North (1981, 1990), já vem dando conta desse tipo de problema há bastante tempo e demonstrando, inclusive por meio de pesquisas empíricas, o formidável impacto das instituições no desenvolvimento econômico.

---

<sup>42</sup> Pinheiro (2000) lembra que pesquisas do IBGE (1990) e do IBOPE (1993) demonstraram, entre outras coisas, que dois terços dos brasileiros envolvidos em conflitos preferem não recorrer à justiça. Ora, este é um número no mínimo escandaloso, e reflete o enorme descrédito dessa instituição perante a sociedade, basicamente em função de sua característica morosidade.

<sup>43</sup> Respectivamente, Ordem dos Advogados do Brasil e Associação dos Magistrados Brasileiros.

### III – CONCLUSÕES

O objetivo deste trabalho foi abordar a questão do desenvolvimento financeiro sob três aspectos: primeiro, verificar sua importância para o crescimento econômico dos países; segundo, analisar os fatores econômicos e institucionais que importam no seu grau de sofisticação e efetividade; e terceiro, à luz dos resultados anteriores, realizar uma análise conceitual de como esses condicionantes atuam no Brasil, isto é, identificar as restrições dominantes e avaliar se o tímido desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro é um fenômeno de oferta ou de demanda por títulos desse mercado.

No primeiro capítulo do trabalho, apresentamos um conjunto de análises teóricas e empíricas que buscam identificar a relevância dos fatores financeiros para o desenvolvimento econômico. Os argumentos teóricos e empíricos mais consistentes neste debate sustentam relações causais positivas e relevantes entre o grau de desenvolvimento do sistema financeiro e o crescimento econômico subsequente, e sugerem ações que levem a um desenvolvimento mais amplo dos sistemas financeiros, sobretudo de mercados de capitais mais sofisticados, como meio de oferecer às firmas o conjunto mais amplo possível de alternativas de financiamento de suas atividades, de forma a remover quaisquer obstáculos ao seu crescimento.

No debate acerca da estrutura ideal para o sistema financeiro, identificamos evidências teóricas e empíricas apresentadas pela literatura de que o bom funcionamento do sistema financeiro (aí incluídos bancos e mercados de capitais), ao reduzir custos de transação e de informação e melhorar a eficiência alocativa, impacta favoravelmente o desenvolvimento econômico – estes resultados apóiam a noção de que bancos e mercados acionários oferecem serviços complementares às firmas, e não substitutos.

Concluimos ainda, com base em teoria e evidências empíricas fornecidas pela literatura, a nosso ver consistentes, que o desenvolvimento financeiro guarda estreita relação com fatores legais e institucionais. De acordo com essa argumentação, a cadeia de transmissão da relação “*finance-growth*” tem origem nos fatores institucionais que impactam as falhas de mercado, que por sua vez interferem na estrutura de incentivos que determina a formação do sistema financeiro e a estrutura de capital das firmas, afetando assim o crescimento destas e o lado real da economia. Mais precisamente, identificamos que o sistema legal determina a qualidade do sistema financeiro, afetando assim o crescimento de longo prazo, já que as transações econômico-financeiras são na realidade um conjunto de contratos, mais ou menos

efetivos conforme a validade dos direitos de propriedade e a efetividade dos mecanismos de *enforcement*. O corolário desta abordagem é que se deve, portanto, aperfeiçoar não apenas as instituições do sistema financeiro, mas, adicionalmente, as bases do sistema legal, como meio para o crescimento.

Vimos que têm papel relevante nesse processo a confiança nas instituições e a estabilidade econômica, política e institucional do país; a proteção legal a investidores (normas) e o cumprimento de leis e regras (*enforcement*); a qualidade da informação/transparência (*disclosure*) do mercado financeiro e da governança corporativa das empresas; a estrutura de propriedade das firmas e os custos de transação da economia; os incentivos à abertura de capital das companhias e as políticas públicas (sobretudo a tributária); e, finalmente, o nível de renda e as taxas de juros, crescimento, poupança e investimento do país. Dentre todos esses fatores, abordados em maior detalhe naquele capítulo, nos pareceram centrais aqueles ligados à qualidade das instituições, por serem os de evolução mais lenta e complexa e, ao mesmo tempo, terem forte impacto no crescimento de longo prazo.

E dentre os fatores institucionais condicionantes do desenvolvimento financeiro, a proteção legal a investidores, sobretudo aos minoritários, se mostra fundamental. Apresentamos evidências da literatura mostrando que países com maior proteção a investidores apresentam mercados acionários maiores, menor grau de concentração societária, maior número de companhias abertas, mais *IPO's* (emissões primárias para abertura de capital), maior grau de captação via mercados de ações e empresas com maior valor de mercado, impactando favoravelmente o crescimento econômico. A falta de segurança quanto ao cumprimento dos contratos reduz as possibilidades da economia, gera subinvestimento, eleva o risco nas transações, reduz a demanda por títulos privados de longo prazo e, por fim, prejudica o desenvolvimento do mercado de capitais. Tal quadro implica restrições severas e permanentes ao crescimento das firmas e, portanto, menor desenvolvimento econômico.

Neste contexto, o estímulo à adoção de melhores práticas de governança corporativa se apresenta como um importante atenuante das deficiências do sistema de proteção legal, sobretudo quando há *enforcement* pouco efetivo. Entretanto, a evolução dessas práticas é bastante lenta e dependente de fatores institucionais particulares, tais como tradições comerciais e jurídicas arraigadas e o grau de refração às mudanças, que é função das estruturas de poder consolidadas na sociedade e do padrão de relacionamento entre os próprios indivíduos, pois na inexistência de confiança entre os membros de uma sociedade,

difícilmente há confiança nas instituições – sobretudo as instituições extra-mercado, tais como os sistema legal, que não dependem da vontade das partes.

Entre os fatores macroeconômicos, argumentamos que os níveis das taxas de juros de longo prazo e o perfil do acúmulo de poupança do país são os fatores que mais diretamente interferem na formação de um mercado de capitais sólido, pois eles têm impacto direto sobre a demanda por títulos privados, sobretudo os de longo prazo. Ou seja, na presença de altas taxas de juros de longo prazo e de concentração da poupança financeira da economia no curto prazo (e a níveis baixos), o racionamento de crédito é bastante potencializado, implicando restrições financeiras irreversíveis ao crescimento das firmas e, portanto, ao desenvolvimento econômico. Isto se dá porque os agentes econômicos detentores da poupança nacional deixam de demandar títulos privados do mercado de capitais, concentrando-se tipicamente em títulos de renda fixa de curto prazo e impedindo, inclusive, a expansão do crédito por parte dos intermediários financeiros.

As empresas dos países onde este quadro predomina – países em desenvolvimento, tipicamente – reagem ao racionamento de crédito elevando suas margens, priorizando o autofinanciamento (freqüentemente inflacionário) e contraindo dívidas em moeda estrangeira. Nestes países, há uma carência especial de instituições capazes de reduzir as falhas dos mercados financeiros. Predomim, antes, as falhas de mercado associadas a assimetrias informacionais, mercados incompletos, concorrência imperfeita e *rent-seeking*, além dos sérios problemas de legislação inadequada e *enforcement* fraco, já citados. Tais deficiências são amplificadas pelos recorrentes choques sofridos por essas economias, produzindo significativos efeitos reais adversos e levando a um rebaixamento irreversível da trajetória de crescimento de longo prazo. Outra conseqüência indesejável desse processo é a indução ao *curto-prazismo* de poupadores e empreendedores, que é agravado pela presença de uma distribuição de renda que obstrui a formação de poupança de longo prazo por parte das famílias e, conseqüentemente, a demanda por títulos com este horizonte.

O problema é que essas relações todas têm um caráter pró-cíclico, tornando a tarefa de promoção do desenvolvimento financeiro e econômico ainda mais difícil nas economias menos desenvolvidas. Desta forma, a fim de minimizar esses graves e complexos problemas, faz-se oportuna a ação do governo, no sentido de garantir um ambiente macroeconômico estável e fortalecer o sistema financeiro, através de melhorias na infra-estrutura institucional e de ações que fomentem o surgimento e aperfeiçoamento de mercados e instituições

promotoras da eficiência e da distribuição de informações entre os agentes, além da adoção de políticas de incentivo através de impostos e subsídios. Isto porque bancos e mercados de capitais são incapazes de desenvolver espontaneamente mecanismos de longo prazo para certas atividades, dadas suas características de risco ou colaterais, sendo então necessárias políticas governamentais seletivas de crédito em prol de tais atividades.

O governo também pode ter um papel importante no estímulo à formação de poupança financeira, seja através do desenvolvimento dos mercados securitizados, especializados na negociação de riscos e títulos de longo prazo, seja através de políticas distributivas, para gerar capacidade de poupança por parte das famílias, com conseqüências benéficas sobre a demanda por ativos de longo prazo. Evidentemente, existe uma propensão ao consumo que não pode ser ignorada, mas nas economias desenvolvidas a distribuição da renda é mais equânime e isto não constitui um entrave ao financiamento do longo prazo, mas o contrário. Nos EUA, por exemplo, os fundos de pensão são os grandes demandantes destes títulos, graças à capacidade de poupança das famílias.

À luz dos resultados teóricos e empíricos fornecidos pela literatura, sistematizados ao longo dos dois primeiros capítulos e sintetizados acima, realizamos, no capítulo II, uma análise conceitual do desenvolvimento financeiro do Brasil, através do exame das restrições de oferta e demanda de títulos privados no mercado de capitais brasileiro. Concluimos que, lamentavelmente, no Brasil absolutamente todos problemas e obstáculos típicos dos países em desenvolvimento, acima sumariados, estão presentes e magnificados, restringindo o desenvolvimento do mercado de capitais e da economia, numa combinação de características desfavoráveis que formam um círculo vicioso de difícil superação.

Em primeiro lugar, cabe notar que as restrições – de acesso, preço e prazos – ao financiamento da empresas brasileiras são um fato empírico inquestionável. As companhias nacionais encontram-se em desvantagem tanto em relação às suas concorrentes no mundo desenvolvido, como em relação à média dos países em desenvolvimento. No caso brasileiro, um dos maiores responsáveis pela carência de crédito privado é exatamente a competição por fundos entre as firmas e setor público, cujos desequilíbrios crônicos têm gerado a prática continuada de altas taxas de juros e o histórico prolongado de instabilidade econômica e institucional. Tais características potencializam as incertezas e riscos, encurtando o horizonte de previsão dos agentes e elevando o racionamento de crédito por parte dos fornecedores de recursos da economia a níveis anormais.

A grande informalidade da economia brasileira, por sua vez, associada a um sistema jurídico extremamente ineficiente, elevam ainda mais a restrição financeira às firmas, em função da resposta do sistema a esses riscos, via redução dos volumes emprestados e elevação dos *spreads* nas operações creditícias. Daí o tamanho historicamente reduzido do sistema bancário brasileiro no tocante ao volume de créditos em relação ao PIB quando comparado a outras economias, de modo que o setor nunca teve um papel de destaque no desenvolvimento econômico do país, até pelo curto-prazismo da economia brasileira e pela concentração do crédito no setor público, o grande tomador da economia. O Brasil apresenta os menores níveis mundiais de endividamento de empresas locais, mesmo em comparação com países semelhantes, revelando uma grande dependência de autofinanciamento e um ambiente bastante desfavorável ao crédito, sobretudo o de longo prazo.<sup>44</sup> Diante disso, entendemos ser pouco provável que o setor bancário se expanda a ponto de financiar a demanda por investimentos em sua totalidade, sobretudo no que se refere a operações de crédito de longo prazo – o que por sua vez realça a necessidade de fortalecimento do mercado de capitais como um todo, visando à redução da dependência da intermediação.

Se os bancos não estão financiando a economia, o mercado de capitais também não está. As estatísticas evidenciam seu tímido desenvolvimento no Brasil, e há de fato razões para isto. Do ponto de vista das motivações para a abertura de capital pelas empresas brasileiras, identificamos que, a despeito dos benefícios inerentes à companhia aberta superarem os custos (mesmo levando-se em conta as ineficiências e a irracionalidade da estrutura de incentivos no Brasil), o elevado custo do capital acaba por se sobrepor aos benefícios, inviabilizando a captação de recursos no mercado de capitais a taxas compatíveis com o retorno da atividade econômica. Isto indica que a debilidade do mercado de capitais brasileiro um fenômeno de demanda, e não de oferta. Os demais fatores de desincentivo pelo lado da oferta dependem ou do próprio crescimento dos volumes transacionados, ou de políticas visando à elevação da funcionalidade e eficiência do mercado, via redução dos custos das companhias abertas, inclusive através de mudanças na política tributária e de melhorias regulatórias por parte dos órgãos competentes.

Quanto à demanda por títulos privados de longo prazo no mercado de capitais, demonstramos ser ela determinada por uma constelação de fatores macro e micro, sendo que no Brasil se destacam os condicionantes institucionais, diretos ou indiretos. Em um nível mais micro, a

---

<sup>44</sup> Como apresentado no capítulo II, no Brasil o endividamento médio corresponde a pouco mais de 15% do PL das empresas, contra mais de 100% na Coreia e no Japão, por exemplo.

governança corporativa e o sistema de proteção a investidores (legal-jurídico), e no macro o perfil de acumulação e canalização da poupança financeira e as taxas de juros. Isto porque as instituições brasileiras tem sido historicamente incapazes de assegurar uma adequada rede de proteção ao investidor, a fim de minimizar as possibilidades de expropriação deste.

Neste particular, a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas empresas brasileiras constitui um estímulo necessário para que o investidor demande títulos privados, pois a observância dos princípios-chave da boa governança pelas firmas – transparência, prestação de contas (*accountability*) e equidade no tratamento dos acionistas – reduz uma série de riscos exógenos para o investidor, permitindo ainda a explicitação dos demais riscos inerentes ao investimento. Isto gera a expectativa de que as decisões da empresa serão tomadas no interesse de todos os acionistas, e não apenas dos controladores, conferindo maior segurança às decisões do investidor.<sup>45</sup> Como resultado da maior demanda pelos papéis da empresa mais cuidadosa em sua relação com investidores, tem-se a desejada redução de seu custo de capital e a conseqüente valorização dos títulos de sua emissão, que por sua vez atrai mais investidores, num círculo virtuoso. Sobre isto, verificou-se que as empresas brasileiras estão lentamente se conscientizando do melhor caminho.

No entanto, a auto-regulação não é suficiente, pois o sistema de códigos de conduta privados não se sustenta sem a construção de mecanismos de *enforcement* adequados. E no Brasil o infortúnio é que, por herança histórica e cultural, os sistemas legal e jurídico não favorecem os contratos. As pesquisas na área têm demonstrado que não apenas o Brasil, mas todos os países cujas cortes são romanas apresentam os piores índices de proteção ao investidor e, conseqüentemente, mercados financeiros de dívida e capital menos desenvolvidos. O judiciário brasileiro é marcado pela lentidão em suas decisões e também na execução das sentenças. Além disso, nas cortes brasileiras as leis adquirem múltiplas interpretações, aumentando a insegurança e o risco dos contratos e gerando custos e desestímulos à atividade econômica.<sup>46</sup> Mas esta é apenas parte do problema, pois muitos dos participantes do sistema se beneficiam da falta de racionalidade da justiça brasileira, que acaba por privilegiar o infrator. As próprias empresas brasileiras são as grandes beneficiárias dessa ineficiência,

---

<sup>45</sup> O modelo brasileiro é caracterizado pela propriedade concentrada do capital, frequentemente familiar, inclusive, de modo que os conflitos de interesse manifestados no mercado envolvem tipicamente acionistas controladores e minoritários, ou controladores/gerentes e credores.

<sup>46</sup> O que é agravado pelo excessivo arcaísmo e formalismo dos códigos processuais, pela estrutura administrativa irracional, por rituais ineficientes e pela má formação de juizes, advogados e funcionários da justiça no que se relaciona ao direito corporativo, essencial às transações econômicas e à proteção aos direitos de propriedade.



dada a natureza das causas que comumente as levam aos tribunais. Tais deficiências são percebidas pelos agentes e introduzidas no campo das transações, reduzindo o escopo da atividade econômica e, no mercado de capitais, a demanda por títulos de longo prazo.

Uma outra consequência de instituições fracas no Brasil é sua história financeira, marcada pela instabilidade, que ao longo do tempo consolidou a aversão ao risco dos tomadores de decisão e provocou reduções nos níveis de produção e investimentos, bem como o racionamento de crédito pelos bancos, com impactos adversos adicionais sobre as taxas de poupança e investimento, via fragilização da situação financeira das firmas. As reformas financeiras liberalizantes dos anos 1990 também contribuíram para a instabilidade econômica brasileira recente, ao potencializarem as distorções do mercado financeiro e alimentarem a volatilidade dos preços. Este quadro, além de pressionar por elevações nas taxas reais de juros de longo prazo, dado o comportamento volátil que esta assumiu, induziu nos agentes o pior dos efeitos: a *síndrome do curto prazo*.

Sem dúvida, o maior efeito adverso mensurável sobre a demanda por títulos privados de longo prazo se origina nas altas taxas de juros praticadas no Brasil. O problema reside na discrepância entre o retorno da atividade econômica e o custo do financiamento do setor público brasileiro. Diante do *crowding out*, fica difícil haver demanda por títulos privados por parte dos detentores da poupança financeira nacional, a taxas de retorno (associado ao risco dos ativos) que guardem alguma relação com as atividades produtivas desenvolvidas e com a competitiva realidade internacional.

No tocante ao papel da poupança na demanda por títulos privados de longo prazo, o Brasil apresenta dois graves problemas: a *síndrome do curto prazo*, determinando a carência absoluta de demanda por instrumentos de poupança de longo prazo na economia brasileira, o que por sua vez restringe o desenvolvimento dos mercados baseados na negociação desses títulos; e o próprio volume de poupança gerado na economia, tradicionalmente baixo. O desafio, portanto, é elevar a capacidade do país de gerar poupança agregada e criar um ambiente que favoreça sua conversão em poupança financeira de médio e longo prazos, além de incentivar o aperfeiçoamento dos instrumentos de mercado necessários à operacionalização desta dinâmica. Note-se que como no Brasil o nível de renda é baixo e o perfil de distribuição desta é sabidamente iníquo, o acúmulo de poupança pelas famílias é seriamente prejudicado em favor de uma remuneração adicional para o capital, comprometendo fortemente a geração de poupança financeira conversível em créditos de longo prazo.

Em face de todas as observações anteriores, nossa conclusão é que o obstáculo maior ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro se encontra do lado da demanda dos poupadores nacionais por títulos privados de longo prazo, típicos desse mercado, não obstante as restrições à oferta também existirem, e não serem em nada desprezíveis. Mais especificamente, concluímos que o desenvolvimento financeiro no Brasil é baixo devido basicamente a fatores institucionais ligados à proteção ao investidor e à incerteza crônica dos agentes acerca dos horizontes de longo prazo. Concluímos adicionalmente que, em face do conjunto de conclusões acima exposto e do volumoso elenco de argumentos favoráveis e desfavoráveis ao mercado de capitais, apresentados ao longo deste trabalho, prevalecem os argumentos favoráveis ao desenvolvimento financeiro mais amplo, pois sua dinâmica produz diversos efeitos multiplicadores benéficos, inclusive sobre as instituições que lhe dão suporte, tais como o sistema legal e, em última análise, sobre o desenvolvimento econômico.

Explicitando que temos bastante clareza do fato de não existir nenhum remédio único e miraculoso, nenhuma panacéia, nenhum “tiro certo” para um problema tão complexo como o do subdesenvolvimento financeiro (como tentamos demonstrar ao longo deste trabalho), nos permitimos apresentar agora algumas considerações adicionais acerca de possibilidades de políticas localizadas de incentivo ao mercado, dentro de uma perspectiva de relevância e operacionalidade. Em primeiro lugar, entendemos que ainda que ocorra uma elevação da demanda por títulos privados de longo prazo em função de mudanças na relação risco-retorno desses ativos, através, por exemplo, de uma redução sensível e consistente das taxas de juros, a poupança financeira não será alocada nesses títulos sem que o investidor se sinta confortável quanto aos riscos inerentes de perdas e expropriação, sobretudo para investimentos de longo prazo. A deficiência do sistema de proteção ao investidor constitui, dessa forma, um entrave absoluto e inescapável ao desenvolvimento sustentado do mercado de capitais. Em outras palavras, o crescimento sustentável do mercado de capitais dependerá de um suporte institucional e material que ainda não existe no Brasil.

Poderíamos tecer aqui comentários adicionais sobre a importância de se perseguir a estabilidade macroeconômica, política e institucional do país, mas nos concentraremos no que for passível de políticas objetivas, mais diretamente ligadas à superação de obstáculos à

demanda por títulos do mercado de capitais.<sup>47</sup> Entendemos que o grande desafio do Brasil é criar a infra-estrutura institucional e operacional necessária ao financiamento do longo prazo, através de mercados de capitais e bancos, inclusive. Cremos, particularmente, que diante dessa “hierarquia de problemas” são absolutamente indispensáveis duas frentes de ação.

Primeiro, o governo e entidades do mercado de capitais devem se organizar e fazer um grande esforço político no sentido de criar condições para mudanças reais e profundas na infra-estrutura do sistema judiciário brasileiro. Talvez a palavra que possa traduzir o tamanho desta necessidade não seja “reforma”, mas “revolução”. Há um espaço incalculável para melhorias de eficiência, racionalização de códigos processuais e, acima de tudo, quebra de paradigmas culturais anacrônicos arraigados há séculos. A melhoria do processo gerador das leis e da qualidade do *enforcement* devem ser perseguidas com obstinação, sem o que outras medidas, por mais favoráveis que sejam, não lograrão êxito na missão de promover o desenvolvimento do mercado de capitais e o crescimento econômico.

Em segundo lugar, os responsáveis pela regulação dos setores de previdência e da indústria de fundos devem, em conjunto com as respectivas entidades de mercado, se encarregar de criar e aperfeiçoar os instrumentos de operacionalização da conversão da poupança financeira (hoje) de curto prazo da economia brasileira para ativos de longo prazo, de forma a fornecer a contrapartida para as necessidades de investimentos de longa maturação do setor privado. Isto inclui o fomento a instituições de mercado minimizadoras de assimetrias informacionais, tais como empresas e entidades de classe dedicadas à análise de investimentos. E no que se refere aos instrumentos de operacionalização da conversão de poupança financeira em créditos de longo prazo, os dois mais importantes destacam-se na economia brasileira são as indústrias de fundos de pensão e fundos de investimento financeiro.

E no que se refere aos instrumentos de operacionalização da conversão de poupança financeira em créditos de longo prazo, os dois mais importantes destacam-se na economia brasileira são as indústrias de fundos de pensão e fundos de investimento financeiro. Os fundos de pensão, ou investidores institucionais, são os fornecedores naturais de poupança de longo prazo na economia. Este viés está na essência dos ativos administrados por estas

---

<sup>47</sup> Quanto aos obstáculos à oferta, cremos já haver amplo conhecimento e considerável consenso na literatura e entre os agentes do mercado e governo acerca das posturas e medidas a serem tomadas por todos os envolvidos. Basicamente, como já abordado por vários trabalhos recentes, inclusive, deve-se melhorar a estrutura de incentivos ligados à oferta de títulos pelas empresas, via redução de custos administrativos das companhias abertas, desburocratização dos procedimentos de emissão, padronização e simplificação dos instrumentos e títulos objeto de negociação no mercado e racionalização da política tributária sobre o mercado de capitais.

instituições, em face de constituírem exatamente a poupança de longo prazo da sociedade organizada, precisamente as famílias. Contudo, o percentual aplicado por esses fundos em títulos privados de longo prazo é relativamente baixo atualmente, e isto se deve basicamente às variadas distorções macroeconômicas já citadas ao longo deste trabalho, além de desvios conceituais na gestão desses ativos.

São necessárias correções na política tributária para estes fundos, sobretudo no que concerne a aplicações em renda variável. A experiência internacional demonstra que o crescimento do mercado de capitais em todo o mundo foi liderado por investidores institucionais, dadas as suas características de horizonte e escala de investimentos. No caso do Brasil, isto deverá se mostrar ainda mais verdadeiro, pois o brasileiro carece da cultura de poupar individualmente e atuar no mercado de capitais de forma direta, sobretudo em renda variável. De fato, há um grande espaço para modificações no perfil da carteira desses fundos, hoje extremamente concentrados em títulos renda fixa de curto prazo. Dos cerca de R\$ 230 bilhões geridos pelos fundos de pensão brasileiros (incluindo os fundos abertos), cerca de 65% estão alocados em renda fixa de curto prazo, principalmente títulos públicos. E o que é mais grave é que em 1994, antes mesmo das grandes privatizações, este percentual era menor que o atual, chegando a “apenas” 48%, de forma que é flagrante a involução da indústria no período recente (Gráfico 10). Contudo, para que estas necessárias mudanças de rumo na política de investimentos dos fundos de pensão sejam viáveis, é indispensável que haja um grau mínimo de estabilidade macroeconômica e de segurança jurídica, de governança corporativa e de rentabilidade nos investimentos, sem o que não haverá mudanças sensíveis na forma de atuação dessas instituições.

Uma das primeiras medidas necessárias para uma gestão mais ativa por parte dos fundos de pensão é a elevação dos limites para aplicação em renda variável, hoje muito baixos (até 45% da reserva técnica do fundo). Supondo que os gestores dos fundos estejam sujeitos a políticas de investimento claras e obedeçam a critérios objetivos de escolha de investimentos, com a relação risco-retorno dos ativos sendo devidamente observada, não há porque limitá-los em suas oportunidades de obtenção de ganhos adicionais de patrimônio para os participantes, mediante a busca das melhores alternativas de investimento de longo prazo em títulos privados. É claro que os limites são dados pela qualidade dos ativos, que por sua vez depende da saúde da economia, que depende do crescimento, que depende do investimento, que depende do volume de recursos direcionado à poupança de longo prazo em poder dos fundos, fechando o círculo virtuoso. E a maneira mais fácil de elevar o volume de recursos dos

fundos é certamente o estímulo a novas adesões por parte das famílias, inclusive com política tributária diferenciada para este ramo mais nobre de poupança financeira, geradora de crescimento econômico.

A boa notícia é que as entidades do setor projetam um crescimento expressivo para a indústria nos próximos anos, o que por outro lado realça a importância de uma rede de proteção eficiente para os investimentos. Também é preciso assegurar aos detentores finais da poupança uma rede de proteção em relação aos próprios riscos de gestão desses ativos, de origem e destino muito nobres, onde os menores erros podem ser fatais para a saúde de todo o sistema. Isto exige a criação de uma regulação prudencial, criteriosa e transparente, a fim de explicitar as políticas de investimento, as regras de decisão e os riscos incorridos em cada ativo e no conjunto de ativos geridos (profissionalização da gestão de riscos dos fundos), com a definição de punições claras aos gestores infratores e com a possibilidade de saída do participante caso este não esteja satisfeito com a gestão.

Quanto à indústria de fundos de investimento financeiro, a história é um pouco diferente, pois o viés para o longo prazo não existe. Contudo, é auspicioso notar que embora este segmento da poupança nacional tenha passado por sucessivas – e excessivas – mudanças de regras nas últimas duas décadas, ainda assim ele vem registrando um crescimento vigoroso nos últimos anos. Por outro lado, para que esta indústria venha a direcionar os recursos sob sua gestão para títulos privados de longo prazo, será necessário, a exemplo dos fundos de pensão, um grau mínimo de estabilidade macroeconômica e, acima de tudo, segurança nos investimentos (quanto à rentabilidade, governança e garantia jurídica), uma vez que sua credibilidade é, mais do que nunca, seu maior patrimônio. Novamente, como no caso dos fundos de pensão, mesmo um pequeno escândalo no setor pode desestabilizar inclusive o sistema bancário, que na verdade é o grande gestor dos ativos da indústria.

Atendidas estas condições, a indústria poderá criar novos tipos de fundos, visando atender à demanda dos poupadores por aplicações de maior prazo e retorno, viabilizando assim o financiamento de longo prazo do setor produtivo. Mas o potencial de contribuição desta indústria é limitado, pois sempre haverá uma parcela considerável de recursos alocados em ativos de alta liquidez, pela própria natureza dos fundos de investimento e até mesmo em razão de suas origens, que remontam ao período inflacionário da economia brasileira.

Concomitantemente, no nível macro, o governo deve privilegiar políticas progressivas de distribuição de renda, para que as famílias tenham condições de poupar. Isto se justifica pelo

fato de ser este o tipo de poupança que apresenta o maior potencial para se transformar em créditos de longo prazo, ao contrário de políticas que privilegiam a manutenção de margens de lucro elevadas, favorecendo o autofinanciamento das firmas, cujo viés é de curto prazo e o resultado é a geração de subinvestimento na economia.

Finalmente, quanto à participação de investidores estrangeiros no financiamento do crescimento de longo prazo, particularmente através de sua presença no mercado de capitais, cumpre observar os riscos inerentes, dada a volatilidade intrínseca do capital financeiro internacional, devendo estes recursos serem concebidos preferencialmente como uma fonte complementar do financiamento do desenvolvimento. A fonte primária deve ser, idealmente, a poupança interna canalizada para os fundos de pensão e de investimento com passivos de médio e longo prazos.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AKERLOFF, G.A. (1970) "The Markets for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism" *The Quarterly Journal of Economics*, vol. LXXXIV, nr.3.
- AKYÜZ, Y. (1993) "Financial Liberalization: the Key Issues" *UNCTAD Discussion Papers*, nr.56.
- ALDRIGHI, D. M. (1997) "*Financiamento e Desenvolvimento Econômico: Teorias e a Experiência Coreana*" São Paulo, IPE/USP.
- \_\_\_\_\_ (2000) "Corporate Governance in Germany: An Assessment of the Convergence Hypothesis" *Estudos Econômicos*, vol.30, nr.1.
- ALLEN, F. (1993). "Stock Markets and Resource Allocation" In: Mayer, C. & Vives, X. (Eds.) "*Capital Markets and Financial Intermediation*" Cambridge, Cambridge University Press.
- ARESTIS, P.; DEMETRIADES, P.O. & LUIINTEL, K.B. (2001) "Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets" *Journal of Money, Credit, and Banking*, nr.33, pp.16-41.
- ARROW, K. (1964) "The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk Bearing" *Review of Economic Studies*, vol.XXXI, pp.91-96.
- BECK, T. & LEVINE, R. (2000) "External Dependence and Industry Growth: Does Financial Structure Matter?" *World Bank Working Paper*, disponível em: <http://www.worldbank.com>.
- \_\_\_\_\_ (2002a) "Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a
- DEMETRIADES, P.O. & HUSSEIN, K. (1996) "Financial Development and Economic Growth: cointegration and causality tests for 16 countries" *Journal of*
- \_\_\_\_\_ (1996) "Stock Market Development and Financing Choices of Firms" *World Bank Economic Review*, vol.10, nr.2, pp.341-370.
- \_\_\_\_\_ (1998) "Law, Finance, and Firm Growth" *Journal of Finance*, vol.53, pp.2107-2137.
- \_\_\_\_\_ (2000). Funding Growth in Bank-
- GROSSMAN, S. & HART, O. (1980) "Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation" *Bell Journal of Economics*, vol.11, pp.42-64.
- \_\_\_\_\_ (1986) "The Costs and the Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration" *Journal of Political Economy*, vol.94, pp.691-719.

- HABER, S.H. (1991) "Industrial Concentration and the Capital Markets: A Comparative Study of Brazil, Mexico, and the United States, 1830–1930" *Journal of Economic History*, vol.51, nr.3, pp.559-580.
- \_\_\_\_\_ (1996) "Capital Immobilities and Industrial Development: A Comparative Study of Brazil, Mexico, and the United States, 1840–1930" *Stanford University discussion paper*.
- HELLWIG, M. (1991) "Banking, Financial Intermediation, and Corporate Finance. In: Giovanni, A. & Mayer, C. (eds.) *European Financial Integration*", Cambridge (UK), Cambridge University Press, pp.35-63.
- HICKS, J. (1969) *"A Theory of Economic History"* Oxford, Clarendon Press.
- HUYBENS, E. & SMITH, B. (1999) "Inflation, Financial Markets, and Long-Run Real Activity" *Journal of Monetary Economics*, vol.43, pp.283-315.
- IBGC (2001) [Instituto Brasileiro de Governança Corporativa] "Pesquisa Sobre Governança Corporativa" Disponível em: <http://www.ibgc.org.br>.
- \_\_\_\_\_ "Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa" Disponível em: <http://www.ibgc.org.br>
- IBGE (1990) Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - pesquisa qualitativa sobre a justiça brasileira, *apud* Pinheiro (2000).
- JAYARATNE, J. & STRAHAN, P.E. (1996) "The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation" *Quarterly Journal of Economic*, vol.111, nr.3, pp. 639-670.
- JENSEN, M. & MECKLING, W. (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure" *Journal of Financial Economics*, vol. 3, nr.4, pp.305–360.
- JENSEN, M. & MURPHY, K.J. (1990) "Performance Pay and Top-Management Incentives" *Journal of Political Economy*, vol.98, pp.225-264.
- JOHANSEN, S. (1988) "Statistical Analysis of Co-Integrating Vectors" *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol.12, pp.231-254.
- KALACHE, P.S. (2000) "Estudo da abertura de capital no Brasil: analisando a modificação na Lei das S.A." *Cadernos COPPEAD*, nr. 3, UFRJ, Rio de Janeiro.
- KLAPPER, L. & LOVE, I. (2002) "Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets" *World Bank Working Paper*, nr.2818.
- KEYNES, J. M. (1936) *"The General Theory of Employment, Interest and Money"* Reprint 1973 (The collected writings of John Maynard Keynes. vol.7). London-Basingstoke, Macmillan.
- KREGEL, J. (1998) "The Past and Future of Banks" *UNCTAD Working Paper*, nr. 305.



- KRUGMAN, P. (1998) "What Happened to East Asia?" *MIT discussion paper, disponível em: <http://web.mit.edu>.*
- LA PORTA, R.; LOPES-DE-SALINES, F. & SHLEIFER, A. (1998b) "Corporate Governance Around the World" *Journal of Finance*, vol.54, pp.471-517.
- \_\_\_\_\_ (2002).....  
 "Government Ownership of Commercial Banks" *Journal of Finance*, vol.57, pp.265-301.
- LA PORTA, R.; LOPES-DE-SALINES, F.; SHLEIFER, A. & VISHNY, R. (1997a) "The Legal Determinants of External Finance" *Journal of Finance*, vol.52, pp.1131-1150.
- \_\_\_\_\_ (1997b)  
 "Trust in Large organizations" *The American Economic Review*, vol.87, nr.2.
- \_\_\_\_\_ (1998a)
- LEAL, R.P.C. (2000a) "Editorial" *Cadernos COPPEAD*, nr. 3, UFRJ, Rio de Janeiro.
- \_\_\_\_\_ (2000b) "Três desafios para a abertura de capital", *Revista CVM*, n. 32, pp.56-61, Setembro.
- \_\_\_\_\_ (2001a) "A Review of the Empirical Evidence and of the Factors that Influence Brazilian Business Financing" *Coppead-UFRJ working paper*.
- LEVINE, R. (1991) "Stock Markets, Growth and Tax Policy" *Journal of Finance*, vol.46, pp.1445-1465.
- \_\_\_\_\_ (1996) "Stock Markets: A Spur to Economic Growth" *Finance and Development*, vol.33, nr.1, pp.7-10.
- \_\_\_\_\_ (1997) "Financial Development and Economic Growth: views and agenda" *Journal of Economic Literature*, vol. 35, pp.688-726.
- MCKINSEY & COMPANY, KORN/FERRY INTERNATIONAL (2001) "*Panorama de Governança Corporativa no Brasil*" São Paulo, 44p.
- MEIER, G. M. & SEERS, D. (1984) "*Pioneers in Development*" New York, Oxford University Press.
- MILLER, M. (1977) "Debt and Taxes" *Journal of Finance*, vol.32, pp.261-275.
- MINSKY, H.P. (1982) "The financial-instability hypothesis: capitalist processes and the behavior of the economy" In "*Financial Crises*" Kindleberger, C.P. & Laffargue, J.P. (eds) Cambridge, Cambridge University Press.

- \_\_\_\_\_ (1986) *"Stabilizing an Unstable Economy"* New Haven (CT), Yale University Press.
- MODIGLIANI, F. & MILLER, M. (1958) "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment" *The American Economic Review*, vol.48, pp.261-297.
- MOREIRA, M. & PUGA, F. (2000) "Como a Indústria Financia o seu Crescimento: Uma Análise do Brasil Pós-Plano Real" *Texto para Discussão do BNDES*, nr.
- PHELPS E. & WINTER, S. (1970) "Optimal Price Policy under Atomistic Competition" In: Phelps, E. (ed.), *"Microeconomic Foundations of Employment and Inflation Theory"* New York, W.W. Norton, pp. 309-337.
- PINHEIRO, A. C. (1998) *"Economic Cost of Judicial Inefficiency in Brazil"* São Paulo, Idesp.
- \_\_\_\_\_ (1999) "Credit Markets in Brazil: The Role of Judicial Enforcement and Other Institutions" Red de Centros de Investigación de la Oficina del Economista Jefe, Banco Interamericano de Desarrollo (BID), *Documento de Trabajo* R-368.
- \_\_\_\_\_ (2000) (org.) *"Judiciário e Economia no Brasil"* São Paulo, Editora Sumaré.
- SHLEIFER, A. & VISHNY, R. (1986) "Large Shareholders and Corporate Control" *Journal of Political Economy*, nr.94, pp.461-88.
- \_\_\_\_\_ (1997) "A Survey of Corporate Governance" *Journal of Finance*, vol.52, nr.2.
- SHYAM-SUNDER, L. & MYERS, S.C. (1999) "Testing Static Trade-off Against Pecking Order Models of Capital Structure" *Journal of Financial Economics*, vol.51, pp.219-244.
- SILVA, A. M., (2000) "Por que as empresas abrem seu capital?" *Cadernos COPPEAD*, nr. 3, UFRJ, Rio de Janeiro.
- STIGLER, G. (1967) "Imperfections in the Capital Market" *Journal of Political Economy*, vol.75, pp.287-292.
- \_\_\_\_\_ (1968) *"The Organization of Industry"* Chicago, Irwin, H (ed.)
- STIGLITZ, J.E. (1972) "On the Optimality of the Stock Market Allocation of Investment" *Quarterly Journal of Economics*, vol.86, pp.25-60.
- Econômico" *Revista Brasileira de Econometria*, vol.44. nr.3.
- \_\_\_\_\_ (1992a) "Capital Markets and the Economic Fluctuations in Capitalist Economies" *European Economic Review*, vol.36 pp.269-306.

- \_\_\_\_\_ (2000) "The Contributions of the Economics of Information to Twentieth Century Economics" *The Quarterly Journal of Economics*, vol.115, nr.4, pp.1441-1478.
- STIGLITZ, J.E. & WEISS, A. (1981) "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information" *The American Economic Review*, vol.71, pp. 393-410.
- \_\_\_\_\_ (1990) "Banks as Social Accountants and Screening Devices for the Allocation of Credit" *Greek Economic Review*, vol.12, pp.85-118.
- WILLIAMSON, O.E. (1979) "Transactions-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations" *Journal of Law and Economics*, vol.22, pp.233-261.
- \_\_\_\_\_ (1996) "*The Mechanism of Governance*" New York, Oxford University Press.
- \_\_\_\_\_ (1998) "The Institutions of Governance" *The American Economic Review*, vol.88, nr.2, pp.75-79.
- WILLIAMSON, S.D. (1986) "Costly Monitoring, Financial Intermediation, and Equilibrium Credit Rationing" *Journal of Monetary Economics*, vol.18, nr.2, pp. 159-79.
- WURGLER, J. (2000) "Financial markets and the allocation of capital" *Journal of Financial Economics*, vol.58, pp.187-214.
- ZYSMAN, J. (1983) "*Governments, Markets, and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change*" Oxford, Martin Robertson.