



UNICAMP

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

Instituto de Economia

Maiara Carvalho Fernandes

**Importância do sistema financeiro e estrutura de capital das
empresas no Brasil: um estudo bibliográfico**

**Campinas
2013**

Maiara Carvalho Fernandes

**Importância do sistema financeiro e estrutura de capital das
empresas no Brasil: um estudo bibliográfico**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à
Graduação do Instituto de Economia da
Universidade Estadual de Campinas para
obtenção do título de Bacharel em Ciências
Econômicas, sob orientação do Professor Dr.
Giuliano Contento de Oliveira.

Campinas
2013

Campinas
2013

FERNANDES, Maiara Carvalho. **Importância do sistema financeiro e estrutura de capital das empresas no Brasil: um estudo bibliográfico.** 2013. 57 folhas. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2013.

RESUMO

Este trabalho discute as características da economia monetária da produção, as variáveis reais e monetárias determinantes de sua dinâmica. A importância das fontes de financiamento para as decisões empresariais e para a realização do investimento produtivo. Analisa-se o papel do sistema financeiro na sustentação do crescimento econômico e na conformação da estrutura de capital das empresas, inserindo as condições e características do financiamento das corporações no Brasil.

Palavras-chave: sistema financeiro, estrutura de capital, investimento.

Sumário

1.Introdução	5
2. A economia monetária da produção e os sistemas financeiros	7
2.1.Princípios da economia monetária da produção e os circuitos industrial e financeiro.....	7
2.2. O circuito <i>finance</i>-investimento-poupança-<i>funding</i>	15
2.3. Os sistemas financeiros	18
2.4. As transformações dos sistemas financeiros a partir de 1980.....	24
2.5.As teorias das fontes de financiamento.....	26
2.6. Conclusão.....	31
3. Estrutura de capital das empresas no Brasil.....	32
3.1 Análise do sistema financeiro brasileiro a partir dos anos 1990	32
3.2 As condições econômico-financeiras das empresas brasileiras.....	35
3.2.1 Finanças Corporativas.....	35
3.2.2 Estudos Empíricos	37
3.3 Conclusão.....	52
4. Conclusão Final.....	53
5. Referências Bibliográficas.....	56

1. Introdução

O estudo dos padrões de financiamento das empresas no Brasil é de grande relevância para o melhor entendimento da atividade capitalista e do nível de renda e emprego da sociedade. As fontes financeiras das corporações influenciam suas decisões de gastos, que permitem a produção, os lucros e a sua distribuição ao restante do sistema. Desta forma, a análise das estruturas de capital das empresas brasileiras reflete a trajetória do sistema financeiro do país e, conseqüentemente, da economia brasileira.

Para realizar a análise da estrutura de capital das empresas, é preciso uma discussão acerca das condições econômico-financeiras da economia capitalista em que essas corporações estão inseridas. Partindo de uma exposição teórica das características dessa economia, chamada por Keynes de economia monetária da produção, percebe-se o funcionamento de suas esferas produtivas e financeiras, que estão interligadas e são dependentes de variáveis reais, monetárias e psicológicas. O comportamento do sistema financeiro também é um determinante chave da dinâmica econômica, pois influencia nas alocações de recursos dos capitalistas, e em cada sociedade esse sistema vai assumir um padrão institucional, com determinadas relações entre os agentes e o sistema bancário e o mercado de capitais.

O objetivo deste trabalho é, a partir de uma base bibliográfica, analisar a estrutura de capital das empresas no Brasil, as parcelas de recursos internos, de dívidas e de ações que compõem seus financiamentos. O período utilizado para o estudo é os anos entre 1990 e 2012, a fim de caracterizar o comportamento da estrutura de financiamento empresarial a partir da estabilização cambial do país até o período recente, com impactos da crise internacional. Com isso, discutir as influências da situação macroeconômica e do sistema financeiro nacional na dinâmica financeira das corporações no Brasil.

É importante, para isso, expor as características do sistema bancário e do mercado de capitais do Brasil. Na segunda metade dos anos 1990, a economia foi direcionada para o controle da inflação e abertura financeira, o que vai delinear a estrutura do sistema financeiro do país nesse período de estudo. A política monetária, a partir de 1999, agiu para garantir a meta de inflação, o que assegurou o valor dos ativos financeiros em moeda nacional, que se tornaram mais atrativos com o elevado diferencial de juros e fizeram intensificar o ingresso de capitais externos no Brasil. Com isso, observou-se uma expansão do mercado de capitais

nacional, mas que ainda apresenta deficiências no financiamento do crescimento das empresas. O sistema bancário, por sua vez, também se desenvolveu nesse período, concentrando capitais, ampliando seu espaço de atuação e diversificando os produtos financeiros, contudo, ainda apresenta-se com restrições no fornecimento de créditos a empresas.

Com a base teórica das características da economia capitalista e do sistema financeiro e com a inserção do Brasil nesta análise, identificando as peculiaridades nacionais. Uma exposição de estudos empíricos com empresas situadas no Brasil revela as suas condições econômico-financeiras e suas estruturas de capital, as parcelas de recursos internos, de dívidas e de ações que compõem o seu financiamento. Disso, pode-se inferir sobre o grau de desenvolvimento financeiro das empresas e da economia brasileira. Além de destacar a influência do período estudado, das condições macroeconômicas do país no comportamento da estrutura econômica e de financiamento das empresas.

Portanto, a metodologia para fazer tal análise é, primeiro, realizar um estudo bibliográfico das características da economia monetária da produção e de seu funcionamento, a ligação entre os circuitos industrial e financeiro. Além disso, em segundo, será feito um estudo do sistema financeiro e de seus determinantes de padrões institucionais, se são dominados pelas relações de mercado e/ou de crédito. E, em terceiro, se discutirá a teoria das fontes de financiamento das empresas, as estratégias por elas adotadas e suas estruturas de capital apresentadas por estudos empíricos. Para isso, este trabalho será dividido em mais dois capítulos, o primeiro se destinará a dissertação teórica sobre a economia monetária da produção e dos sistemas financeiros, destacando a visão keynesiana do circuito *finance-investimento-poupança-funding*. E, também, da teoria dos determinantes das estruturas de capital. Enquanto o segundo buscará analisar as condições do sistema financeiro brasileiro após anos 90. Como também revelará pesquisas das estruturas de capital das empresas brasileiras, na tentativa de expor as características, determinantes e tendências das condições financeiras das empresas e do país.

2. A economia monetária da produção e os sistemas financeiros

Este capítulo dedica-se a uma análise das principais características de uma economia monetária da produção e dos sistemas financeiros. Para tanto, a seção 2.1 discute os princípios de uma economia monetária da produção e os circuitos industrial e financeiro, concebidos originalmente por Keynes (1930), e de sorte a permitir uma noção da complexidade desta economia e dos fatores que afetam suas variáveis reais. Em seguida (2.2) uma discussão do circuito *finance*-investimento-poupança-*funding* e da importância dos bancos e do mercado de capitais na economia empresarial. A seção 2.3 apresenta o conceito de sistema financeiro e os seus principais modelos institucionais. A próxima, 2.4, expõe as transformações dos sistemas financeiros a partir de 1980. A seção 2.5 discute a teoria das fontes de financiamento e as estratégias de estrutura de capital das empresas. E, por fim, a seção 2.6 faz uma conclusão deste capítulo.

2.1 Princípios da economia monetária da produção e os circuitos industrial e financeiro

Esta seção busca retratar as características da economia capitalista que condicionam as relações financeiras e produtivas entre seus agentes. Para isso, discutirá a visão keynesiana sobre as variáveis que influenciam as decisões de alocação da riqueza e, conseqüentemente, os níveis de emprego e produção da economia. Desta visão decorre a importância da moeda e suas funções; a questão da confiança e racionalidade dos agentes antes de realizarem seus gastos e ou investimentos; e as conseqüências para os níveis de renda e emprego do país.

Keynes (1936) analisou quais variáveis determinam o nível de emprego e produto de uma economia, iniciando com a argumentação da centralidade da moeda na determinação das condições econômicas, daí a chamada economia monetária. As principais funções da moeda mostram a sua não neutralidade: meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor. Esta última revela o prêmio de possuir moeda, a liquidez, pois a sua posse permite ao agente transferir riqueza no tempo, e o seu entesouramento acarreta instabilidade e incerteza no funcionamento da economia monetária da produção, tema de que vamos tratar adiante neste trabalho.

Para entender o funcionamento de uma economia monetária da produção, é preciso analisar os seus circuitos industrial e financeiro, que estão interligados e se referem aos sistemas produtivo e monetário, respectivamente. Para Keynes (1930), as transações em moeda, em que se exerce a função meio de pagamento, destinadas à compra de bens e

serviços, estão inseridas no circuito industrial. São os depósitos de renda e de negócios que apresentam relação com o volume de produção corrente e, por isso, estão circunscritos à circulação industrial. Já as transações de demanda por moeda correspondentes aos motivos precaução e especulação, em que a moeda assume a função de reserva de valor, estão inseridas no circuito financeiro da economia empresarial. Sendo os depósitos de poupança e parcela dos depósitos de negócios (não relacionada ao volume de produção, mas sim às transações financeiras) que representam os fluxos do circuito financeiro (Oliveira, 2009).

Esta circulação financeira, pode ser descrita, como os recursos monetários mobilizados nas trocas de títulos de propriedade e o financiamento de empreendimentos empresariais não produtivos. Já na circulação industrial, estão os recursos monetários mobilizados para a produção. Fiocca (2000) define, a partir de Keynes (1930), os depósitos de renda, de negócios e de poupança como, respectivamente, os depósitos pessoais dos indivíduos que são destinados às suas transações correntes, os depósitos das empresas referentes ao capital de giro produtivo (faturamento, pagamento de salários e etc.) e os depósitos de poupança que são os mantidos como investimento, devido ao retorno esperado em juros.

As demandas por moeda são, portanto, influenciadas por variáveis que afetam o nível de atividade econômica. Cada motivo para esta demanda é função de uma determinada variável, o motivo transação é da renda corrente, o motivo precaução é do quadro de incerteza, o motivo especulação é da previsão da taxa de juros dos ativos e, por fim, o motivo financeiro é do investimento planejado (Carvalho, 2001). Essas variáveis da demanda por moeda influenciam a decisão do agente econômico em alocar sua riqueza, o que vai ditar a direção e a intensidade do fluxo monetário para ambos os circuitos e, conseqüentemente, o nível de renda e emprego da economia (Oliveira, 2009).

A alocação da riqueza no sentido produtivo é o que alimenta o circuito industrial, e ela se dá a partir de três variáveis, a capacidade dos bancos de criar moeda escritural, o aumento da velocidade de circulação da moeda (circulação da moeda para transações) e a liberação de recursos do circuito financeiro. Na circulação financeira, por sua vez, a demanda por moeda é suprida pelas transferências de renda às transações especulativas e financeiras. Nas palavras de Oliveira (2009, pg 12):

“A dualidade circulação financeira versus circulação industrial revela, então, a singularidade da moeda enquanto ativo e meio de pagamento, respectivamente.

Quando privilegiada pelo público enquanto um ativo, são lançadas as bases para crises decorrentes de insuficiência de demanda efetiva¹. Por isso, tais circuitos são interdependentes, tal como as funções da moeda. Jaz, pois, nesta interdependência, a instabilidade sistêmica das economias capitalistas.”

O que explica as flutuações da renda e do emprego em uma economia empresarial, são resultados da gestão de balanço dos atores econômicos, os quais tomam decisões de investir ante um quadro de incerteza estrutural.

Partindo-se da consideração de que o dinheiro é a forma mais segura de acumular riqueza, Dillard (1948) expõe que o desejo pela liquidez aumenta junto com o aumento da incerteza sobre o futuro, o que, em contrapartida, diminui o desejo pela posse de riqueza produtiva. Sendo o juro o prêmio para não se entesourar dinheiro, ele apresenta oscilações conforme o nível de liquidez na economia e o nível de demanda pela liquidez. Uma vez que o aumento da taxa de juros reduz a execução de projetos de investimentos, isso provoca uma diminuição da procura efetiva² e conseqüentemente um aumento do desemprego. O que se conclui é que a instabilidade nos investimentos produtivos provoca instabilidade do nível de emprego da economia. Ou, em outras palavras, os volumes de produção e de emprego variam através da quantidade de meios de produção empregados.

O autor chama de irracionalidade psicológica o fato dos empresários reduzirem os investimentos frente a uma incerteza, uma vez que essa redução causará maior desemprego e agravará a situação da economia. A tomada de decisão de investir tem como base o presente e as opiniões existentes da maioria no mercado. Ademais, sendo a decisão de investir complexa e instável ela é derivada de expectativas quanto à sua rentabilidade futura (eficiência marginal do capital) e quanto aos seus custos (taxa de juros). A eficiência marginal do capital, contudo, tem a tendência, no longo prazo, ao declínio, uma vez que na fase de expansão da economia a oferta de produtos é crescente, o que pressiona os lucros para baixo. Já a taxa de juros depende da situação do nível de preferência por moeda e da quantidade de moeda em mãos do público. Essas características determinam, portanto, o lado especulativo e o caráter cíclico dessa economia monetária da produção, que iremos analisar ao longo desse trabalho.

¹ Entende-se por falta de recursos no circuito industrial. (Ver mais em Keynes, 1930)

² Entende-se procura efetiva, a partir de Keynes (1936), como a procura suficiente para manter o aumento no nível de emprego. A qual se realiza quando o investimento produtivo aumenta e supri o hiato entre o aumento da renda e o aumento do consumo, gerados pelo aumento do emprego.

A discussão do princípio da demanda efetiva coloca as decisões de gasto dos capitalistas como o fator central na determinação do nível de renda e emprego de uma economia, já que o investimento produtivo aloca os fatores de produção entre os setores da economia, gerando renda e emprego. A realização do investimento, conforme já citado, é resultado das avaliações de cada capitalista sobre o rendimento esperado futuro, sobre o nível de capacidade produtiva corrente, sobre a previsão do comportamento da taxa de juros e outras expectativas, que conformam essa decisão como uma especulação (Belluzzo e Almeida, 1999).

As variáveis presentes no processo de decisão de gasto dos capitalistas, o qual ocorre em um ambiente de incerteza não probabilística, são a percepção do ambiente e os conhecimentos e experiências passados dos agentes, como também, as convenções da sociedade. E elas vão orientar as preferências por bens de capital ou liquidez. Para Feijó (1999), é dessa incerteza quanto ao futuro da economia que temos a flutuação do nível de demanda efetiva, que pode ser insuficiente, ou seja, parte da demanda agregada a ser destinada à retenção de moeda. Por isso, define-se a decisão de gasto como especulativa, sensível à mudança de expectativas dos agentes econômicos.

A autora discute esse processo de decisão de alocação de recursos a partir de duas considerações, a primeira, caracteriza a firma como unidade de estratégia, de decisão e gerência de ativos produtivos, tendo como objetivo aumentar seus lucros e potencial de crescimento; e a segunda, do tempo histórico irreversível, o passado não pode ser alterado e as ações realizadas determinam as decisões do presente e do futuro. Com este pano de fundo, as empresas vão ter expectativas de curto prazo (comportamento do mercado) e de longo prazo (rendimento esperado) e vão se esforçar na implementação dessas expectativas.

Uma maneira de “controlar” o futuro, utilizada pelos agentes, é o sistema de obrigações contratuais, em que contratos monetários definem o montante de recursos que a empresa precisará ter para arcar com os gastos de mão de obra, matéria prima e insumos da produção, o que vai permitir à empresa ter mais confiança em suas expectativas e iniciar o processo de produção. Este, por sua vez, irá precisar de recursos financeiros, provenientes de fontes internas ou externas à empresa, para consolidar o investimento e saldar as obrigações contratadas (Feijó, 1999).

Ademais, pode-se enfatizar na teoria econômica de Keynes (1930) as características do funcionamento da economia a partir da ótica dos mercados de trabalho, de bens e de

moeda, assinalando suas assimetrias e a influência na determinação do nível de emprego da economia. O argumento keynesiano, de que não há uma tendência de equilíbrio da economia com pleno emprego, pode ser explicado pelo que Fiocca (2000) chama de hierarquia entre os mercados, a qual pode ser elencada pela relação de subordinação do mercado de trabalho ao mercado de bens de consumo, deste ao mercado de bens de capital e deste, por fim, ao mercado de moeda.

A dinâmica no mercado de trabalho, na concepção neoclássica, se dá pela interação das curvas de oferta e demanda por mão-de-obra, sendo a demanda realizada pelos empresários e de acordo com suas previsões da procura pelos seus produtos. E a oferta se dá pela disposição ao trabalho no nível de salários corrente. Keynes (1936) concorda com esta concepção, mas afirma que a determinação do nível de emprego pode ocorrer (e geralmente ocorre), contudo, num ponto em que há mais desempregados dispostos a trabalhar nas condições presentes do que vagas disponíveis, criando, assim, desemprego involuntário. A importância de analisar os mercados de bens e de moeda, pois, deriva da determinação do nível de emprego ocorrer através de variáveis externas ao mercado de trabalho, pelo ponto de demanda efetiva no mercado de bens (Fiocca, 2000).

É sabido que a demanda efetiva é a alocação dos recursos no circuito industrial de maneira que um aumento do nível de emprego seja mantido. Fiocca (2000) coloca a interação das curvas de oferta e demanda agregada como determinantes da demanda efetiva, isto é, a interseção do nível de produção e de renda esperada para cada nível de emprego. Como a renda é resultado dos gastos em consumo e investimentos, é importante discutir estas variáveis. O consumo é uma função da renda disponível, portanto é afetado pelo volume de produção e, assim, determinado no mercado de bens. No curto prazo, considera-se que o consumo não sofre grandes oscilações. Com isso, o investimento é a variável-chave da demanda efetiva, e pode ser determinado pelas expectativas de rendimento futuro (eficiência marginal do capital) e pela taxa de juros. Como a taxa de juros é definida no mercado monetário, temos a importância desse mercado na efetivação dos gastos em investimento,

“Chegamos assim ao final da cadeia. As taxas de juros influenciam o nível de investimentos, que afeta a demanda efetiva, que determina o volume de emprego. Esse modelo heurístico constitui um aparato teórico básico que serve para explicar, nos aspectos fundamentais, as relações macroeconômicas entre os diversos mercados.” (Fiocca 2000 pg. 46)

O autor, portanto, coloca a dinâmica da economia como o relacionamento entre as diversas variáveis, provenientes de diferentes mercados. Com o destaque para o volume de

investimento como a principal influência na demanda agregada e o mercado monetário como o determinante do ritmo dessa atividade econômica.

Todos estes autores analisados colocam o quadro de incerteza como fator importante da economia capitalista, bem como a sua complexidade. As características de uma economia empresarial podem ser apreendidas a partir de seis princípios, a saber (Oliveira, 2009):

- Princípio da produção e não-neutralidade da moeda
- Princípio da hierarquia dos mercados
- Princípio da irreversibilidade do tempo e da incerteza
- Princípio da não-ergodicidade do tempo
- Princípio da anarquia da produção
- Princípio da endogeneidade da oferta de moeda

O primeiro princípio, da produção e não-neutralidade da moeda, diz que o objetivo do capitalista é obter maiores lucros e valorizar seu estoque de riqueza. Daí, tem-se a moeda como variável chave do sistema, uma vez que ela viabiliza a seus detentores poder de compra e manutenção da riqueza no tempo. Com isso, entretanto, passa a existir a possibilidade de crises de demanda efetiva como resultado do aumento do grau de preferência por liquidez dos agentes econômicos.

A disponibilidade de moeda para os empresários realizarem os investimentos produtivos depende de seus recursos internos, como também das decisões dos bancos em emitir meio de pagamento, o que revela o segundo princípio da economia empresarial: o princípio da hierarquia, colocando os bancos e os empresários como figuras importantes na determinação dos níveis de produto e emprego de uma economia.

O terceiro princípio, da irreversibilidade do tempo e da incerteza, revela a atividade capitalista como eminentemente especulativa, uma vez que há, por um lado, um espaço de tempo para se concretizar o investimento produtivo e, por outro, uma expectativa de retorno deste gasto. Já a noção de incerteza é intrínseca ao sistema capitalista, pois não se pode prever o futuro com base em eventos passados.

O quarto princípio, da não-ergodicidade, reitera a imprevisibilidade do futuro, dizendo que estimativas calculadas com dados passados são insuficientes para prever o futuro.

Decorre, pois, ser racional reter moeda, uma precaução com a incerteza dos próximos acontecimentos.

O quinto princípio, da anarquia da produção, diz que o processo produtivo é realizado por produtores independentes, é fragmentado e pautado na divisão social do trabalho, o que conforma decisões de produção descoordenadas no tempo e no espaço. Com efeito, podem ocorrer diferenças entre as receitas esperadas e as efetivamente obtidas.

O último princípio da economia monetária da produção diz respeito à endogeneidade da oferta de moeda, em que apenas as políticas da autoridade monetária nacional e as decisões de balanço dos bancos comerciais podem afetar a oferta de moeda da economia. Os bancos possuem tal capacidade devido à aceitação pela população de suas obrigações emitidas (moeda escritural) e da sua possibilidade de atuar com o sistema de reservas fracionárias³.

Do que foi exposto pode-se salientar, nos termos de Oliveira (2009,pg 29):

“É neste mundo não-probabilístico e sujeito a crises de demanda efetiva, onde os agentes ora optam por maior grau de liquidez, ora por maior prêmio por sua renúncia (taxa de juros), é que os agentes processam suas decisões de gasto, emissão de dívidas e composição de portfólio.”

Na análise sobre esse ambiente incerto e de decisões de alocação de riqueza, a questão do risco é relevante e pode ser resultado do seguinte processo: as decisões passadas de investir resultam em uma determinada estrutura de ativos, a qual define a disponibilidade de recursos internos e a parcela de recursos comprometida com obrigações. Isto influencia as decisões de gasto presentes quanto ao volume de investimento em capital fixo e quanto à forma de financiá-los, em que as expectativas de renda futura e o comportamento da taxa de juros são os guias para estas decisões. Entretanto, enquanto a efetivação das expectativas desse investimento não tem garantia *a priori*, os compromissos financeiros são rígidos, com custos e os prazos definidos, exigindo pagamentos regulares. Com isso, caracteriza-se o risco do investimento: fluxo de rendimentos esperados incerto, contra fluxo de obrigações já definido (Belluzzo e Almeida, 1999).

A elevação do risco nesse processo ocorre pelas flutuações dos juros e da taxa de câmbio, que fazem o valor dos rendimentos futuros e do estoque de ativos oscilarem, levando

³ Refere-se a necessidade dos bancos de dispor, apenas, de uma parcela de seus depósitos sob a forma de reservas.

o conjunto da economia a buscar maior liquidez. Além disso, restringem a produção de novos bens de capital, deteriora as condições de pagamento das dívidas (maior parcela de custos financeiros sobre a rentabilidade) e eleva o risco dos credores (maior nível de inadimplência). Portanto, a variação dos preços-chave (juros e câmbio) e, conseqüentemente, do fluxo de investimento causam o que os autores chamam de problemas correntes de lucro, renda e emprego e os problemas patrimoniais, grau de endividamento da firma.

Disso, reitera-se o investimento como variável-chave na determinação do nível de demanda efetiva da sociedade e de sua reprodução. Belluzzo e Almeida (1999, pg 247) colocam tal característica da seguinte maneira:

“ O que os capitalistas estão gastando agora na produção de bens de consumo e de bens de investimento (pagamentos de salários nos dois setores) é a renda da comunidade.”

A partir disso, pode-se colocar o multiplicador de Keynes, que estabelece uma relação entre o investimento e o consumo hierarquizada, o volume de produção de bens de investimento determina o volume que será produzido no setor de bens de consumo. Como também a “parêmia kaleckiana”, “os trabalhadores gastam o que ganham e os capitalistas ganham o que gastam”, a qual tem as seguintes implicações para a sociedade (Belluzzo e Almeida, 1999):

- O lucro macroeconômico é resultado das decisões de gasto dos capitalistas na produção de bens de investimento.
- O crescimento dos lucros depende do que os capitalistas decidam gastar acima de sua renda corrente.
- A aceleração da taxa de investimento que induz o crescimento dos lucros e da renda é um fenômeno de desequilíbrio entre a decisão de gasto presente e a capacidade de financiamento através dos lucros derivados das decisões anteriores de gasto.
- A condição para o crescimento da economia capitalista é que os capitalistas estejam, em conjunto, sempre em “déficit corrente”, para gerar os lucros amanhã.
- Assim, o endividamento é um fenômeno inerente à acumulação capitalista.

Os três principais agentes da economia são, portanto, as empresas como determinantes do volume de gasto, emprego e renda, sendo este gasto realizado na produção de bens de investimento e de consumo. As famílias, demandantes de bens de consumo e de ativos financeiros. E os bancos, criadores de moeda e organizadores do sistema de

pagamento. O crescimento da renda, com isso, depende do aumento no nível de investimento produtivo realizado, o qual requer maior endividamento. Sendo o banco quem permite a realização do gasto do capitalista na aquisição de novos bens de capital. E o lucro, por sua vez, repõe as condições de liquidez do empréstimo e o fundo rotativo dos bancos.

Esse processo de produção capitalista pode ser racionalizado a partir do circuito keynesiano *finance*-investimento-poupança-*funding*, o qual iremos analisar na seção a seguir, pois o seu entendimento permite melhor compreensão da relação entre investimento e poupança, o papel central dos bancos para a dinâmica econômica e a importância de um sistema financeiro desenvolvido.

2.2. O circuito *finance*-investimento-poupança-*funding*

Keynes (1936) mostra a taxa de juros como um fenômeno monetário, sendo determinada pela interseção das curvas de oferta e demanda por moeda. Disso, decorrem reflexões sobre a possibilidade de acomodação, pelos bancos, da demanda por moeda para investimentos produtivos (o motivo *finance* de demanda por moeda) e sobre o papel da poupança no sistema financeiro.

A atuação dos bancos nas economias capitalistas é mister, uma vez que o crescimento desta economia é alcançado a partir da busca, dos empresários, por acelerar a geração e a acumulação de lucros e, para isso, necessitam ter gastos superiores aos lucros correntes, usufruindo de recursos externos. Os bancos, então, são de muita importância por viabilizarem a demanda por *finance* através da criação de moeda (emissão de obrigações contra si próprios que valem como meio de pagamento) e da utilização de recursos de um fundo rotativo (um fluxo de recursos relativos a investimentos já realizados). Fazendo isso, os bancos permitem “a transformação do espírito animal dos empresários em realidade objetiva de investimento” (Oliveira, 2010). Nesta perspectiva, o papel dos bancos é central, porque concedem os empréstimos para que os atores econômicos possam consolidar seus negócios, por criarem e destruírem moeda e por estabelecerem as condições através das quais os recursos serão concedidos ao público. Isso afeta o volume de gastos capitalistas da economia e, conseqüentemente, a estrutura de capital das empresas (parcelas de recursos internos, de dívidas e de ações que vão compor os seus balanços patrimoniais).

A importância dos bancos também pode ser exposta como os fornecedores de recursos para a demanda adicional de liquidez dos empresários. Keynes (1937a) explica que a

demanda por liquidez pode ser dividida em demanda ativa e inativa, sendo a primeira representada pelas transações de gastos correntes e planejados dos agentes, que varia com a taxa de juros, uma vez que as obrigações financeiras são contratadas a uma certa taxa de juros (custo de produção) e o investimento é planejado a partir de uma expectativa da taxa de juros. E a segunda, representada pelo estado de confiança na economia dos agentes detentores de títulos e ativos, que também depende da taxa de juros, pois esta será o prêmio para se abrir mão da liquidez e reter títulos e ativos. Com isso o autor conclui:

“ [...] a oferta depende dos termos em que os bancos estão preparados para se tornar mais ou menos líquidos [...] a questão de que a transição de uma escala inferior de atividade para uma escala mais elevada envolve maior demanda de recursos líquidos que não pode ser atendida sem uma elevação da taxa de juros, a menos que os bancos estejam preparados para emprestar mais dinheiro, ou que o resto do público se disponha a liberar mais dinheiro à taxa de juros existente [...] O mercado de investimentos pode tornar-se congestionado por causa de falta de dinheiro, mas nunca se congestionará por falta de poupança.” Keynes (1937a pg. 96)

A poupança, por sua vez, nesta economia monetária, é resultado do crescimento econômico permitido pelo investimento produtivo que a precedeu ou, dito de outro modo, é a parte da renda que retorna ao sistema financeiro, visto que não foi usada para o consumo. O seu papel é consolidar a acumulação de capital, reduzir a instabilidade financeira e proporcionar sustentabilidade ao crescimento da economia (Resende, 2008).

A consolidação financeira das dívidas, isto é, a transformação das obrigações de curto prazo em passivos de longo prazo, a partir da emissão de ações e títulos, corresponde ao *funding* do circuito *finance-investimento-poupança-funding*. Este processo é de extrema importância para evitar o descasamento de prazos das operações ativas e passivas dos agentes endividados. Por isso, faz-se importante a existência de um mercado de capitais desenvolvido e funcional ao desenvolvimento da atividade empresarial (Oliveira, 2010).

Em resumo, o circuito *finance-investimento-poupança-funding* se inicia com a acomodação de *finance* pelos bancos, que vai ser utilizado para a realização do investimento produtivo. O estímulo gerado por esse processo à economia, maior ritmo de atividade industrial de bens de capital e de consumo e, conseqüentemente, maior nível de emprego, viabilizará o processo de multiplicação da renda, da qual parte será destinada ao consumo e parte resultará em poupança, passível de viabilizar o *funding* (Oliveira, 2010).

Nos termos de Oliveira (2010, pg 93):

“O circuito *finance*-investimento-poupança-*funding* oferece uma visão sistêmica e dinâmica do papel dos bancos e do mercado de capitais numa economia empresarial. Permite, ainda, a integração da importância entre o fluxo (*finance*) e estoque (*funding*) num mesmo sistema.”

Depreende-se que o financiamento é fornecido bem antes do processo de investimento ser efetivado e que o montante de crédito, na maioria das vezes, não corresponde ao total de custos que será envolvido durante todo o processo de maturação do investimento. A oferta desse crédito, explica Keynes (1937a), não tem ligação com a poupança ex ante, isto é, quando os empresários tomam suas decisões de investir as pessoas não precisam decidir, nesse mesmo tempo, quanto de sua renda futura irão poupar. O autor coloca que os empresários vão investir a partir da obtenção de recursos de curto prazo para cobrir os custos no período de produção do investimento e vão financiar suas obrigações de curto prazo mediante emissão de dívidas de longo prazo (*funding*) para custear a maturação do investimento. A oferta desse financiamento depende, conforme já citado acima, das condições de liquidez da economia e do estado de confiança dos agentes, isto é, da taxa de juros, da interação entre o desejo do público e dos bancos em se tornar mais ou menos líquido.

Decorre, portanto, que as relações entre a poupança ex post e o investimento ocorrem junto com as decisões dos agentes econômicos na gestão de seus recursos e de sua riqueza financeira⁴. Pode-se dizer que o financiamento do investimento ocorre através do crédito de curto prazo, da consolidação financeira das dívidas de curto prazo em dívidas de longo prazo (o *funding*) e dos recursos próprios à empresa, os quais constituem as fontes de financiamento das empresas (Cintra, 1995).

Os bancos comerciais podem financiar o investimento com um fundo rotativo, um fundo que é alimentado pelos fluxos de moeda liberados de investimentos ex-post e fluxos de novos recursos requeridos pelo investimento ex-ante. Este financiamento é de curto prazo e ele permite aos empresários a antecipação de recursos futuros para concretizar o investimento produtivo, liberando estes agentes da necessidade de poupança prévia. Esta interação dos investidores com os bancos possui um componente especulativo, já que ambos os agentes possuem expectativas, a de lucro e a de retorno do empréstimo, respectivamente (Cintra, 1995).

⁴Entende-se por ativos financeiros.

Nas palavras de Keynes (1937a pg. 94),

“É que financiamento constitui, essencialmente, um fundo rotativo. Não emprega poupança. É, para a comunidade como um todo, apenas uma transação contábil. Logo que é “usado”, no sentido de ser gasto, a falta de liquidez é automaticamente compensada e a disposição de iliquidez temporária está de novo pronta a ser usada mais uma vez. (...) Em sua maior parte, o fluxo de novos recursos requeridos pelo investimento ex ante corrente é suprido pelo financiamento liberado pelo investimento ex post corrente.”

Outra questão relevante nesse processo de *finance*-investimento é o risco de incompatibilidade entre prazos de maturação do investimento e de pagamento das dívidas. Isso faz as empresas negociarem com instituições do mercado de capitais a emissão de obrigações de longo prazo ou direitos de propriedade no mercado de capitais para consolidarem financeiramente seus investimentos, o que completa o circuito *finance*-investimento-*funding*. São esses mecanismos financeiros capazes de alongar o perfil da dívida que permitem maior estabilidade ao processo de investimento (Cintra, 1995).

Deste circuito depreende-se a importância de se ter mercado de capitais desenvolvido e consolidado no país. Pois, além de consolidar financeiramente as dívidas, isto é, dar liquidez aos ativos financeiros, permite a diversificação desses ativos e sinaliza os preços de novas emissões financeiras. Isso fornece condições para a manutenção da fase de expansão econômica (Studart, 1993).

2.3. Os sistemas financeiros

Pode-se definir os sistemas financeiros como os mercados financeiros e as relações entre seus agentes (as instituições financeiras) numa certa economia, em que há regulamentações e certo nível de intervenção do governo nessas atividades financeiras. O modo de operação do setor financeiro é definido pela atuação da sociedade e do Estado nas atividades financeiras, sendo o papel desses agentes e suas relações que explicam a diferença entre a organização financeira de cada país (Carvalho, 2001).

Os dois principais modelos institucionais de sistema financeiro podem ser diferenciados pela relação entre o tomador e o prestador de recursos, ou seja, qual o tipo de contrato que se predomina, o de captação direta de recursos ou o de intermediação financeira. Neste caso tem-se um sistema financeiro baseado em crédito e naquele caso tem-se um sistema baseado em mercado de capitais (Carvalho, 2001). Contudo, é possível

encontrar nos sistemas financeiros contemporâneos a concomitância, no mercado de recursos financeiros, entre as duas formas, com e sem intermediação de relacionamento.

Os sistemas financeiros baseados em mercados, em que a necessidade de recursos externos às empresas são financiadas pela emissão de papéis nos mercados monetário e de capitais, são os que apresentam maior tendência de crescimento e importância⁵ vis-à-vis os sistemas baseados em crédito. A viabilização desse formato de sistema exige a presença de um arcabouço institucional que permita o desenvolvimento do mercado de capitais. Carvalho (2001, pg.256) explica que:

“Relações diretas entre aplicadores e tomadores, estabelecidas em mercados de capitais, são viabilizadas apenas quando é possível desenvolver-se sistemas legais suficientemente sofisticados para que as características comuns a cada tipo de transação possam ser identificadas e codificadas em títulos financeiros⁶. A padronização das cláusulas permite a comparabilidade e intercambiabilidade das obrigações que tornam os títulos substitutos entre si.”

Por isso, para ter um mercado de capitais desenvolvido é preciso uma infra-estrutura financeira básica, composta de contratos padronizados, procedimentos legais, agências de *rating* e mercados secundários. Os contratos padronizados são os títulos financeiros, que vão ser transacionados neste mercado e definir as condições de pagamento e as garantias da obrigação financeira. Os procedimentos legais são as regulamentações deste mercado, usados para solucionar conflitos e penalizar violadores de contratos. As agências de *rating* são responsáveis por avaliar, a partir de notas, os títulos financeiros. Por fim, os mercados secundários são os que conferem liquidez aos ativos em circulação, eles tornam simples a entrada e a saída de aplicações financeiras, pois, como sua própria origem revela, foram criados para as operações de compra e venda posteriores à primeira colocação de papéis (Carvalho, 2001).

Stuart (1993) faz uma reflexão sobre o papel das instituições e dos mercados financeiros no processo de acumulação capitalista, a partir da contraposição da visão “convencional” à pós-keynesiana. A primeira considera o mercado financeiro o *locus* de relacionamento entre os agentes financeiros em situação de plena competitividade, onde ocorre a intermediação entre poupadores e investidores. Enquanto a segunda defende que este mercado é muito mais complexo do que um simples intermediador de recursos.

⁵ Nos países mais avançados.

⁶ Entende-se por contratos padronizados que preveem direitos e obrigações de cada parte contratante (Carvalho, 2001)

A visão convencional argumenta que poupar e investir são atos sem distinção teórica relevante, sendo o investimento financiado por transferências de saldos entre agentes superavitários para agentes deficitários. Com isso, o sistema financeiro tem o papel de intermediação de poupanças, com a função de realizar a alocação eficiente dos recursos poupados entre as oportunidades de investimento produtivo. A alternativa pós-keynesiana, entretanto, se baseia no circuito *finance*-investimento-poupança-*funding* para argumentar a centralidade do sistema bancário na economia, a taxa de juros como fenômeno monetário, a independência do investimento à poupança e a importância do mercado de capitais na alocação de poupança.

Portanto, define-se o sistema financeiro como um arcabouço de complexas relações entre seus agentes, descrito pelo circuito *finance*-investimento-poupança-*funding*. Os bancos apresentam-se como fornecedores de crédito e criadores de moeda, proporcionando aos investidores condição financeira para iniciar o processo produtivo. Contudo, tais investidores vão necessitar consolidar a dívida de curto prazo arrecadada, isto é, realizar o *funding*, para obter recursos de longo prazo que viabilizem a maturação do investimento. Além disso, é preciso ter estabilidade nas taxas de juros, as quais afetam o custo da produção e as expectativas dos agentes. Conclui-se, do exposto, que o sistema financeiro é relevante para o crescimento da economia, indo além de um intermediador, e que poupança e investimento são variáveis distintas, pois o investimento é a variável-motriz da economia, que determina seu nível de renda e emprego (Stuart, 1993).

A ênfase dada por Zysman (1983) aos arranjos de sistemas financeiros, por ele definidos como padrões institucionais, evidencia a importância de se ter os mercados bancário e de capitais bem estruturados. A tipologia desses padrões institucionais de sistemas financeiros se divide em: um sistema baseado em mercado de capitais com a alocação dos recursos via equilíbrio de preços em mercados competitivos, um segundo baseado em mercados de crédito com preços administrados pelo governo e, por último, um sistema baseado em mercados de crédito com domínio das instituições financeiras com elevado poder de mercado. A distinção entre estes sistemas é feita pelo processo em que as poupanças – as rendas não gastas - se transformam em investimento e são alocadas entre os agentes concorrentes da economia, conforme a necessidade e qualidade⁷ desses agentes no sistema.

⁷ Tamanho da empresa, grau de endividamento e etc..

O autor explica o arranjo estrutural de cada sistema, as relações entre os mercados e as instituições através de seus fluxos financeiros. Também analisa as políticas de governo visando buscar seus objetivos macroeconômicos – o controle da oferta de moeda e da taxa de juros -, o que permite estabilizar as decisões de gastos dos agentes e o fluxo de financiamento, em que poupança é transformada e alocada entre os investidores. É a partir do sistema financeiro que o governo influencia as escolhas das empresas, sendo a estrutura desse sistema definida pelas relações entre governo, empresas e instituições financeiras. Para fazer a análise detalhada desses diferentes padrões de sistema financeiro, o autor disserta sobre a “indústria do financiamento”.

No sistema financeiro os agentes que buscam maximizar seus valores necessitam de recursos extras para financiar o seu crescimento. Essa necessidade é validada pelas instituições financeiras, seja emprestando dinheiro em depósito para os demais agentes e arrecadando depósitos de poupadores a uma certa taxa de juros e emprestando aos tomadores por uma taxa de juros maior, seja facilitando as transações diretas entre poupadores e investidores, cobrando uma taxa para isso,

“An agent-broker is a go-between who makes a profit for fees charged to the principals in a transaction. An intermediary, by contrast, buys and sells financial assets.” (Zysman 1983, pg. 59)

O mercado de capitais transaciona ativos financeiros de longo prazo de maturidade, os estoques e títulos de empresas e os títulos governamentais. Estes ativos circulam nos mercados primário, onde novas ações são emitidas e há criação de fundos de investimento, e secundário, onde as ações existentes são trocadas de donos. Este mercado secundário permite aos investidores levantarem recursos de longo prazo para consolidarem seus bens de capital, ajustando o fluxo de entrada e saída de caixa da empresa. Um mercado secundário bem desenvolvido é de grande importância ao funcionamento do mercado de capitais, uma vez que contribui para a estabilidade de preços dos ativos financeiros, já que grande número de agentes atuando com facilidade de entrada e saída das aplicações minimiza as flutuações do mercado e, conseqüentemente, o risco do aplicador.

O mercado de empréstimo é composto por bancos e instituições especializadas em empréstimos, de curto, médio e longo prazo. No geral, os empréstimos de curto prazo financiam estoques e quitam obrigações pendentes. Os de médio e longo prazo são empréstimos mais escassos, restritos às grandes empresas, e atendem a demanda por recursos

de maior prazo de maturidade. Por isso, os bancos são, em geral, mais voltados para os empréstimos de curto prazo.

No modelo de sistema financeiro baseado em mercado de capitais as principais fontes de recursos externos à empresa são as emissões de ações e títulos feitas diretamente pelo tomador no mercado de capitais. A função dos empréstimos bancários, por sua vez, fica reduzida ao atendimento dos propósitos de curto prazo dos agentes financeiros. O predomínio do financiamento direto, neste sistema, faz com que haja uma variabilidade de instituições e instrumentos financeiros no mercado, os quais atuam de forma competitiva. Com isso, as empresas arrecadam fundos de longo prazo sem a necessidade de créditos bancários. Um exemplo de país que apresenta este formato de sistema financeiro são os Estados Unidos.

Esses modelos baseados em mercados de capitais necessitam de um elaborado mercado secundário, em que entradas e saídas de aplicações financeiras sejam muito simples. A escolha, pelos agentes, de como compor suas carteiras de ativos vai afetar o preço e a procura dos ativos financeiros no mercado. Um mercado secundário consolidado, com elevado número de atores, vai minimizar a oscilação no valor dos títulos, impactando a preferência por investimentos produtivos vis-à-vis investimentos financeiros.

Outro modelo, baseado em crédito e com administração de preços pelo governo tem como características centrais o crédito como a principal fonte de financiamento das corporações e o governo com a função de administrar as alocações de recursos no mercado monetário, buscando suprir a debilidade de crédito pelos bancos privados e facilitar a criação de moeda. O mercado de capitais, neste sistema, não está plenamente desenvolvido, sendo de difícil acesso pelos tomadores privados. Isso ajuda a explicar a atuação do governo como facilitador de empréstimos bancários e ofertante de moeda, compensando a fragilidade do mercado acionário. O governo, portanto, administra os preços-chave do mercado para garantir as prioridades da economia, realizar suas políticas econômicas e manter o funcionamento do mercado estável. Um exemplo de país com este padrão de financiamento é o Japão.

Por fim, o modelo baseado em crédito com o domínio de grandes instituições financeiras se caracteriza pelo movimento dos preços nos mercados refletirem a concentração de poder financeiro. São essas instituições que vão ditar as condições de empréstimos

empresariais, não dependendo da assistência do governo no direcionamento dessas operações, e são elas quem dominam o acesso ao mercado de capitais.

“Government does not have the apparatus to dictate allocative choices to the financial institutions and consequently it has no independent instruments in the financial system with which to influence companies. Banks, however, can serve as policy allies for government, on terms negotiated between the government and finance.” (Zysman 1983, pg 72)

Ocorre, portanto, que a estrutura do mercado financeiro vai ditar o poder de influência das políticas governamentais nas estratégias das empresas e, conseqüentemente, na economia. O sistema financeiro, portanto, molda o espaço das políticas econômicas e industriais. Com isso, Zysman coloca a necessidade de rearranjos das instituições financeiras, uma reforma institucional, que permita maior ligação e harmonia entre elas e o governo, para evitar, assim, que benefícios de um grupo sobressaia ao benefício da sociedade.

Em resumo, nas palavras de Zysman (1983, pg 72-73):

“The position taken here is that the three models are distinguished by structural differences and that the relations that describe the operation of the system – the differing importance of securities and lending markets, the mechanisms that establish prices, and the objectives and techniques of government management – are fundamentally distinct in each model.”

Entretanto, as vantagens e desvantagens, bem como o melhor entre os padrões institucionais de sistema financeiro são questões inconclusas pela literatura, como discute Carneiro (2009). O que se enfatiza é que as fontes de financiamento externo das empresas devem ser o mais diversificado possível e que, nas economias contemporâneas, os modelos baseados em crédito e em mercado deveriam ser vistos como complementares e não como substitutos ou rivais⁸. A dinâmica do sistema financeiro internacional atual é muito importante para se entender a interseção entre os formatos institucionais de padrão de financiamento.

⁸ Ver Relatório BIS (2009, pg.13)

2.4. As transformações dos sistemas financeiros a partir de 1980⁹

A dinâmica de funcionamento do sistema financeiro contemporâneo pode ser caracterizada pela predominância da lógica especulativa sobre a produtiva e das finanças diretas sobre as indiretas. O atual sistema financeiro foi resultado de uma série de transformações financeiras ocorridas na década de 1980. Entre elas, vale salientar, a internacionalização financeira dos mercados de capitais (como exemplo tem-se a expansão dos mercados *off-shore*¹⁰ na europa), o que levou ao descontrole dos fluxos de capitais entre os mercados financeiros; a internacionalização dos bancos, que expandiram seu espaço de atuação e seus serviços financeiros; a proliferação de políticas de desregulamentação e abertura financeira entre os países mais avançados; o surgimento do sistema de finanças liberalizadas e securitizadas, dando origem aos contratos futuros de câmbio, securitização das dívidas, institucionalização das poupanças e proliferação de inovações financeiras; e, por fim, tem-se a crescente diluição das fronteiras entre os mercados de crédito e de capitais.

Tais transformações afetaram o controle de oferta de moeda pelos Bancos Centrais e acentuaram as flutuações das variáveis econômicas (taxa de juros e taxa de câmbio), levando a instabilidades econômicas em vários países, principalmente os países em desenvolvimento, os quais passaram a ter elevadas taxas de juros, representando o alto prêmio da renúncia pela liquidez e o prêmio do risco sobre a desvalorização provável da riqueza passada. Além disso, esses “países emergentes” passaram a emitir grande quantidade de dívida em moeda externa (Cintra 1995).

Essas mudanças estruturais, subjacentes ao processo de globalização financeira, têm como elementos explicativos a forma de concorrência entre os bancos no período precedente e a configuração jurídica do setor financeiro. Caracterizada por regulamentações que limitavam a atuação das instituições financeiras na busca por maior valorização e geração de riqueza, esta configuração jurídica levou à procura por novos mercados, inovações financeiras e diversificação dos serviços e produtos financeiros ofertados. Por sua vez, a forma de concorrência entre os bancos no período precedente pode ser descrita como de acirrada concorrência, deixando os bancos especializados em fornecedores de empréstimos de curto prazo. Destas circunstâncias, criaram-se pressões no sentido de aprovação de leis mais permissivas, concedendo a formação de holdings bancárias e a construção de novos

⁹ Este item tem como referência bibliográfica PRATES, 2002. As demais são citadas ao longo do texto

¹⁰ Mercados fora da regulamentação doméstica

produtos financeiros, que se efetivaram na década de 80 e permitiram o desenvolvimento dos bancos no rumo da concentração de capital e inovações financeiras. Assim, as instituições financeiras passaram a ser administradoras de seus passivos (Carvalho, 2001).

Decorreram desse processo alterações no comportamento dos agentes econômicos, que passa a ter um caráter cada vez mais especulativo, voltado para a lógica especulativa. Os bancos deixaram de se apresentar como instituições específicas e passaram a constituir bancos universais, operando nos mais diversos segmentos do mercado (crédito de curto prazo, colocação de papéis no mercado, operação de mercado de seguros, banco de investimento e etc.). As famílias e as empresas também adotaram esse novo padrão de gestão da riqueza, a financeirização¹¹, possuindo uma proporção crescente de ativos financeiros em seus portfólios. Os investimentos vão em direção aos ativos financeiros, priorizando o ganho de capital vis-à-vis o ganho produtivo. Passou, pois, a predominar a lógica especulativa entre os agentes, que procuram prever a opinião média do mercado para, assim, realizarem suas aplicações financeiras, revelando a tendência de generalização e homogeneização das formas de atuação das instituições monetárias e não-monetárias.

Essas transformações estruturais nos sistemas financeiros e no comportamento de seus agentes ampliaram a atuação dos bancos, pois, além das transações comerciais, atuam nas transações financeiras. Eles realizam operações de *hedge*¹² contra riscos cambiais, operações de securitização de passivos e entre outras que interligaram os fluxos de crédito e os fluxos não bancários. Ocorre, também, a diluição das fronteiras entre os investimentos de curto e longo prazos, devido a criação de novos instrumentos financeiros, como os derivativos¹³. O que revela a tendência de aprofundamento das finanças de mercado e a progressiva “indiferenciação” das atividades bancárias e não bancárias (Carneiro, 2002).

Para resumir a complementaridade entre as finanças de mercado e de crédito, Prates (2002, pg. 98-99) afirma:

“Os bancos tiveram um papel fundamental na expansão do mercado internacional de capitais: além de terem securitizado uma parte significativa de seus empréstimos com o objetivo de dividir o risco com o devedor e aumentar o giro do ativo bancário (...),

¹¹ Entende-se pela alocação da grande maioria dos ativos da economia no mercado financeiro, o qual passa a ter grande influência na política econômica

¹² Entende-se por operações com o objetivo de minimizar os riscos de flutuação das taxas de câmbio entre duas moedas.

¹³ Derivativos são instrumentos financeiros que têm seus preços derivados (daí o nome) do preço de mercado de um bem ou de outro instrumento financeiro. Uma operação com derivativos pode ter diferentes objetivos, mas os quatro principais são: proteção, alavancagem, especulação e arbitragem. (Ver Farhi, 2002)

essas instituições constituem um dos principais responsáveis pela transferência de recursos entre agentes deficitários e superavitários. Como esclarece Freitas (1997), a importância crescente desses mercados e o avanço da securitização não significaram uma desintermediação financeira (como defendem vários economistas, inclusive heterodoxos) mas numa nova forma de intermediação financeira, caracterizada pela predominância dos ativos financeiros negociáveis tanto no passivo quanto no ativo dos bancos.”

Como exemplo desse movimento, tem-se o aumento das quase-moedas, isto é, dos passivos remunerados¹⁴, em detrimento dos empréstimos à vista. A alavancagem de crédito passa a ocorrer cada vez menos no mercado monetário e cada vez mais no mercado financeiro. Isto é, o estoque de riqueza é que vai delimitar a disponibilidade de crédito na economia, tornando o investimento produtivo dependente da expansão dos ativos financeiros. Daí, a importância de se ter um sistema financeiro consolidado e desenvolvido que sustente o investimento produtivo da economia (Cintra, 1995).

2.5 As teorias das fontes de financiamento

A teoria das fontes de financiamento das empresas não-financeiras é bastante diversa e inconclusa, segundo os autores Forte (2007), Prates e Leal (2005), Filleti (2010) e entre outros. O início do debate sobre como as empresas arrecadam recursos para realizarem seus gastos se dá pelo teorema de Modigliani e Miller (1958), em que os autores, com base em pressupostos, teorizam sobre a irrelevância dos passivos nas decisões econômicas das empresas. Pode-se resumir este teorema em três proposições, a saber: i) O valor de mercado de qualquer empresa independe de sua estrutura de capital, sendo determinado pela rentabilidade esperada do negócio da empresa. Isto é, considera-se os fluxos de caixa como determinantes do valor. Com isso, o valor total da empresa é a soma de todos os valores presentes dos fluxos de renda futuros provenientes dos seus investimentos. Para isso, os autores tinham como pressupostos a ausência de impostos, mercados competitivos, informação perfeita e entre outros que fazem o valor da empresa não variar com o seu grau de alavancagem, mas sim com a questão de risco da empresa, o que vai dar base para a próxima proposição. ii) O custo de capital próprio da empresa aumenta a medida que o endividamento aumenta, já que este carrega o risco de inadimplência e eleva a classe de risco da empresa. E isso irá manter o custo médio ponderado de capital da empresa constante¹⁵. Por isso, essa proposição afirma que a taxa de retorno do capital próprio varia proporcionalmente ao nível

¹⁴ Entende-se por financiamentos e empréstimos que geram remuneração (juros)

¹⁵ $WACC = r_d \left[\frac{D}{D + E} \right] + \left[\frac{E}{D + E} \right] r_e$, D=Valor da dívida, E= Valor capital próprio, r_d = Custo da dívida, r_e = Custo capital próprio.

de endividamento. Com base nessas proposições têm-se a última, que se refere à política de investimento da empresa. iii) O retorno mínimo exigido para um investimento independe de como ele é financiado, pois a empresa vai se preocupar apenas com o retorno esperado desse gasto, que tem de ser igual ou superior ao custo de capital da empresa (Júnior e Melo, 1999).

A abordagem desse teorema de Modigliani e Miller (1958) pode ser considerada dicotômica, uma vez que as finanças nada influenciam a “economia real”. Isso porque o impulso ao crescimento econômico e às tomadas de decisão de investimento dependem apenas de fatores “reais”, a demanda, o progresso técnico e etc. Enquanto as formas de financiamento em nada afetam a decisão de investir e o crescimento da economia. “O financiamento, nesse contexto, constituiria uma variável “passiva”, que simplesmente facilitaria a realização do investimento – jamais o condicionaria” (Zonenschain, 2002, pg.3).

Após esse teorema, muito foi discutida a efetiva relevância da estrutura de passivos nas decisões de investimento das empresas. A seguir, discute-se o tema a partir da noção de que a estrutura de capital influencia as decisões empresariais. E em linha com as idéias de não-neutralidade da moeda, incerteza, o papel do crédito, a independência entre investimento e poupança e etc.

A relevância da estrutura de capital pode ser estudada a partir da integração do lado real ao monetário da economia, partindo dos papéis fundamentais da moeda, meio de pagamento e reserva de valor; da importância dos bancos, responsáveis por criar moeda escritural e adiantar recursos para a realização das decisões de investir, o que faz o investimento independente da existência de poupança prévia; e da instabilidade da economia, flutuações nas expectativas dos agentes quanto ao retorno esperado do investimento e nas previsões da taxa de juros. Portanto, diante disso, pode-se concluir que as fontes de financiamento afetam a economia e que o funcionamento do mercado não é perfeito, possui falhas que vão determinar a relevância do sistema financeiro nas decisões empresariais (Filleti, 2010).

Na abordagem novo-keynesiana, as imperfeições de mercado são a assimetria de informações entre os agentes e a concorrência imperfeita, permitindo que se ocorra a seleção adversa e o risco moral, o que leva ao surgimento dos intermediários financeiros e das estratégias das empresas para minimizar estas falhas de mercado. Os intermediários são instituições financeiras que possuem melhor conhecimento de finanças do que os agentes

econômicos e, por isso, vão gerar o que se chama de custos de transação para se realizar a atividade de intermediação. Isto mostra que o modo como a empresa vai financiar seu investimento é relevante, uma vez que ela depende de outros agentes para arrecadar recursos (Filleti, 2010).

As considerações sobre a importância dos intermediários financeiros, como minimizadores das falhas de mercado, deram origem à teoria da intermediação financeira. Nesta, a estrutura de capital vai ser relevante a partir da necessidade de se informar características da empresa que os investidores não têm acesso e, com isso, minimizar os efeitos da seleção adversa (investimentos não ótimos) e do risco moral.

“Os intermediários financeiros seriam, assim, os agentes informados em um mercado de informação assimétrica e onerosa, que promovem uma alocação eficiente dos recursos, indicando aos investidores as melhores oportunidades de investimento e incitando os empresários a oferecer projetos de investimentos mais rentáveis” (Filleti, 2010 pg.25)

Além dessa abordagem baseada em intermediários financeiros, pode-se elencar mais quatro que dissertam a favor da importância da estrutura de capital nas decisões de investimento. Os *modelos baseados em custos de agenciamento*, os quais colocam que os conflitos de interesse entre os gerentes e os acionistas vão determinar a estrutura de capital, uma vez que os gerentes não usufruem de todo o lucro gerado e, contudo, arcam com os custos da empresa. E como são os gerentes que administram os recursos, eles poderiam utilizá-los para benefício próprio (supersalários, carros de luxo e etc.). Diante disso, há o incentivo ao endividamento da empresa, já que as dívidas reduziriam os recursos livres para aquelas vantagens. Esse conflito também se resolveria aumentando a participação acionária dos administradores, pois, assim, também usufruiriam de todo o lucro (Júnior e Melo, 1999).

Os *modelos baseados em assimetria de informação* revelam a estrutura de capital mister na sinalização ao mercado de capitais das informações privadas da empresa e da qualidade de seus projetos. Pois “os investidores vêem um maior nível de endividamento como sinal de qualidade da firma, pois as firmas de baixa qualidade possuem maior risco de falência e não seriam capazes de manter o endividamento elevado” (Filleti, 2010 pg. 28).

Os *modelos com ênfase em considerações de controle corporativo (takeover)* tratam como a disputa pelo controle corporativo influencia na estrutura de capital das empresas, uma vez que os administradores vão buscar por direitos de votos através de maior participação acionária (Júnior e Melo, 1999).

Por último, os *modelos baseados em competição no mercado insumo-produto*, que analisam a relação da estrutura de capital com a competitividade e com as características do produto ou insumo da empresa. Considerando que os gerentes procuram pela maximização do valor da empresa e não de seu lucro, eles vão adotar estratégias de nível de endividamento para manter a competitividade da empresa. Em relação aos produtos ou insumos da empresa, as suas características (preços, disponibilidade no mercado) vão ser transmitidas aos clientes ou fornecedores através do endividamento da empresa (Filleti, 2010).

A capacidade desses modelos teóricos em fornecer os reais e principais determinantes da estrutura de capital das empresas é ainda insuficiente. Eles trazem “os determinantes potenciais”, mas ainda, segundo Harris e Raviv (1991) apud Filleti (2010), é preciso trabalhos empíricos para testar modelos específicos que identifiquem as estratégias das empresas na determinação de suas fontes de financiamento. E, diante disso, muitos autores se esforçaram na busca deste objetivo.

Os estudos do comportamento da empresa ante a decisão de como compor sua estrutura de capital apresentam como principais resultados as estratégias do *pecking-order*, do *market timing* e do *trade-off* (estático). A estratégia do *pecking-order* afirma que o financiamento da empresa é constituído por recursos hierarquizados, pois as empresas apresentam uma ordem de preferência entre os recursos financeiros: lucros retidos, em primeiro, dívidas e ações, por último. Esta teoria defende que o gestor tem preferência por recursos internos como fonte de financiamento, uma vez que eles não apresentam custos de transação e risco associado. A emissão de dívidas é realizada em detrimento da emissão de ações, pois esta tende a ser uma sinalização negativa ao mercado e aquela positiva. Isso porque considera-se que uma nova captação de recursos transmite ao mercado informações antes conhecidas apenas pelos administradores, e deixa o preço de mercado da empresa sujeito às decisões do mercado em comprar ou vender as ações da empresa (Forte, 2007).

A atuação da empresa conforme o *market timing* é definida como a estratégia oportunista dos gestores. Estes se aproveitam da melhor situação do mercado de ações vis-à-vis o mercado de dívidas para, então, arrecadar fundos com a emissão de ações. Isso ocorre quando os preços das ações estão considerados elevados (maiores que o valor contábil da empresa) e o custo de capital da emissão está relativamente baixo comparado com outras fontes de capital. Essa emissão não necessariamente será destinada para financiar um

investimento, para a realização do *funding*, podendo ser apenas para o benefício dos acionistas correntes (Prates e Leal, 2005).

Por fim, a lógica do comportamento *trade-off* das empresas em suas decisões de financiamento, baseia-se na existência de um nível de endividamento ótimo para a empresa, em que as vantagens fiscais da dívida superariam os custos de falência esperados. Diante disso, a empresa buscaria se endividar até atingir seu maior valor de mercado. Essa teoria apresenta uma abordagem dinâmica, ao considerar os custos de falência de difícil mensuração e, então, as firmas iriam se alavancar até apresentarem dificuldades financeiras, como falta de liquidez corrente (Prates e Leal, 2005).

Essas teorias mostram que a estrutura de capital das empresas é relevante para o seu nível de investimento e crescimento. Os estudos empíricos de empresas brasileiras, a análise de suas condições econômicas e financeiras será exposta no próximo capítulo.

Tem-se, que independente da teoria, a existência de um sistema de financiamento adequado às necessidades empresariais permite a conformação de uma estrutura de capital mais flexível, independente de poupança prévia e favorável às decisões de investimentos. Isso porque no capitalismo não é necessário constituir poupança para investir, desde que o empreendedor tenha à sua disposição recursos para iniciar a produção (Freitas, 2009).

Esse sistema de financiamento adequado seria composto por instituições financeiras concorrentes e por um mercado de capitais dinâmico. As primeiras forneceriam o crédito a certa taxa de juros, tendo (ou não) o governo influência nesse sistema, a partir do controle da taxa de juros e da imposição de depósitos compulsórios aos bancos. A segunda, seria composta por mercado secundário desenvolvido para se ter fácil a transação financeira e permitir o processo de *funding*. Além disso, o sistema financeiro teria a presença de outras instituições públicas e privadas concessionárias de recursos aos empresários.

Com isso, define-se que as fontes externas de financiamento à empresa, junto com os lucros retidos formam uma possível estrutura de capital, com parcelas diversas de créditos bancários, de ações, de empréstimos públicos e de autofinanciamento. Os créditos e o financiamento via mercado de capitais são as fontes externas de financiamento. Estas fontes são adiantamentos de recursos que permitem à firma orientar suas atividades e tomarem decisões de gasto. Disso, temos uma característica da economia capitalista, de que o endividamento é um fenômeno inerente ao seu funcionamento. Mas as fontes internas de

financiamento também compõem a estrutura de capital e são os lucros retidos, a poupança interna da empresa.

As fontes financeiras das corporações, portanto, influenciam suas decisões de gastos, que permitirão a produção, os lucros e sua distribuição ao restante do sistema. Por isso, a análise das estruturas de capital das empresas brasileiras, as parcelas de recursos internos, de dívidas e de ações, mostra a trajetória do sistema financeiro do país e o seu grau de desenvolvimento. Na seção 3 iremos tratar do caso brasileiro, das parcelas de cada fonte de financiamento na estrutura de capital das empresas brasileiras.

2.6 Conclusão

Do exposto acima, conclui-se que a economia monetária da produção conforma um espaço de elevada incerteza, onde os agentes atuam e alocam a riqueza com base em expectativas e, assim, direcionam o fluxo monetário para a circulação industrial e/ou financeira. No sistema financeiro atual, predominado pela lógica financeira e especulativa, o circuito financeiro absorve parte relevante dos recursos monetários.

A estrutura do sistema financeiro vai determinar a dinâmica nos mercados de crédito e de capitais e, conseqüentemente, a sustentação do crescimento das empresas. Contudo, a presença de um mercado de capitais desenvolvido exige uma infraestrutura básica, de contratos, procedimentos legais e liquidez. O mercado de crédito, eficiente às necessidades das empresas, precisa oferecer condições de custos e prazos condizentes com os gastos do investimento.

Por isso, o entendimento teórico da economia capitalista contemporânea, do sistema financeiro resultante e das características da economia brasileira é mister para analisar o padrão de financiamento das empresas no Brasil. E, com isso, será possível inferir sobre as necessidades de evolução da economia brasileira e de seu sistema financeiro.

3. A estrutura de capital das empresas brasileiras

Neste capítulo haverá uma exposição das condições do sistema financeiro brasileiro a partir dos anos 1990, as características dos empréstimos bancários e sua facilidade de obtenção pelas empresas, o papel dos bancos públicos no financiamento do investimento e as características do mercado de capitais do país. A partir disso, são apresentados estudos sobre as condições econômico-financeiras e as estruturas de capital das empresas brasileiras. Para isso, foi detalhado o conceito e a influência das finanças corporativas no comportamento das empresas, os tipos de dados utilizados e os períodos de análise dos estudos empíricos. Após isso, será possível inferir conclusões sobre os padrões de financiamento das empresas brasileiras e seus determinantes.

3.1 Análise do sistema financeiro brasileiro a partir dos anos 1990

No Brasil, o sistema financeiro a partir da década de 90 passou pelos movimentos de concentração de capital, surgimento e proliferação dos bancos universais, abertura financeira, tendo maior participação do capital externo no financiamento e ingresso de instituições financeiras estrangeiras. O sistema financeiro brasileiro tem como principais características a crescente participação das operações de crédito no financiamento, com destaque para a maior importância do BNDES para o empréstimo de longo prazo e de outros bancos públicos no financiamento, uma vez que os mecanismos privados de financiamento de longo prazo continuam atrofiados. Os mercados de derivativos foram estruturados, houve aumento dos mercados de papéis privados e de ações, embora ainda não possam ser considerados dinâmicos e, por fim, o autofinanciamento continua como a principal fonte de financiamento das empresas brasileiras (Andima, 2001).

Pode-se colocar como fatos estilizados para a economia brasileira o financiamento de longo prazo privado atrofiado, o sistema bancário especializado em crédito de curto prazo e a participação relevante de divisas externas e de fundos públicos nas fontes de crédito. Além, dos custos do crédito serem elevados, restringindo o seu acesso pelas empresas de menor porte. Pode-se dizer, com isso, que o sistema financeiro do país é deficiente e dependente da economia internacional, não possui fontes de financiamento com prazos e custos compatíveis com os retornos dos investimentos, como também não tem consolidado os instrumentos para a realização do *funding*. Percebe-se a falta de mecanismos tradicionais para o processo *finance-funding*, isto é, ausência de um mercado de capitais desenvolvido, com

regulamentações e elevada liquidez que permita às empresas sustentarem o seu crescimento (Resende 2005). Isso fez as corporações no Brasil perderem competitividade, concentrarem capital e restringirem a participação do pequeno capital. O financiamento se resumiu, principalmente, nos fundos internos às empresas, nos fundos públicos e nos fundos externos.

Nos anos 90, com a expansão da liquidez internacional o país foi um grande receptor de capital externo, que vieram em busca de valorização a partir dos elevados juros brasileiros. Juntamente com políticas de estabilidade cambial e abertura comercial e financeira, as empresas brasileiras tiveram seu grau de endividamento externo elevado. Contudo, a maior concorrência empresarial gerada pela entrada de multinacionais no país fez com que o ganho interno às empresas diminuísse (menor markup) e com isso, as fontes internas de financiamento reduziram suas participações no fundo de recursos às empresas e cederam espaço às fontes externas de crédito. Pode-se dizer, portanto, que nos anos 90 as empresas brasileiras tiveram baixa rentabilidade, pois com perda de poder de mercado a estrangeiras e com menor demanda doméstica o “excedente” diminuiu. Também houve aumento dos seus custos financeiros, devido ao maior nível dos juros (Resende 2005).

No quinquênio 2003-2007, tem-se uma melhora no contexto econômico brasileiro, pois houve estabilização cambial, crescente dinamismo do mercado interno consumidor (devido maior massa salarial), taxas de juros menores (ainda que em patamar elevado), inflação declinante, valorização dos preços das commodities, as quais são de elevada importância na pauta exportadora do Brasil e na geração de divisas para o país e a conjuntura internacional também estava favorável com elevada liquidez. Com isso, o país apresentou uma trajetória crescente de geração de lucros, com melhoras nos indicadores econômicos e com implicações sobre a estrutura de capital das empresas (Carneiro, 2009).

Essa condição macroeconômica favorável permitiu às grandes corporações brasileiras a potencialização da geração e da acumulação de lucros, abrindo perspectivas de ajustar níveis e composição de endividamento na direção de aumentar o prazo médio das dívidas. As decisões de investimentos, no início do ciclo de crescimento (2003-2004), foram cautelosas no sentido de ter tímido aumento dos novos investimentos em capital fixo, atendendo à demanda a partir da ocupação de capacidade ociosa disponível e por investimentos complementares de adequação e maximização das unidades de produção existentes e, então, optaram por aumentar as aplicações financeiras e reduzir o grau de endividamento oneroso. Diante disso, pode-se dizer que nesse período as empresas brasileiras optaram por estratégias

de busca de flexibilidade financeira, não ousando em novos investimentos produtivos e buscando recursos de prazos maiores (o que pode ser visto na tabela 5 do próximo capítulo) (Carneiro,2009).

O crescimento da economia brasileira foi acelerado a partir de 2004, devido às decisões e características das indústrias nacionais, que atuaram com nível de produção perto da capacidade instalada para atender ao aumento da demanda interna e externa, principalmente por commodities. Isso impulsiona o investimento produtivo, viabilizado pelas melhores condições internas das empresas, uma vez que no período anterior (2002-2003) as empresas passaram por um ajuste financeiro, reduzindo o grau de alavancagem financeira. Segue-se disso, um robusto ciclo de investimento entre 2004 e 2008, expandindo a capacidade produtiva e a produtividade industrial, o nível de emprego e renda do país (Puga, Júnior e Nascimento, 2010).

O Brasil também vivenciou, no período 2004-2006, uma evolução no mercado de ações e títulos de dívida. A emissão primária de ações teve um crescimento significativo. Sant'Anna (2008) coloca como fatores explicativos para o uso do mercado de capitais na obtenção de recursos financeiros a estabilidade econômica, acúmulo de reservas internacionais, mudanças na regulação financeira, redução da taxa de juros e a busca por ativos mais rentáveis. Os setores da economia que mais fizeram uso desse mercado foram a construção civil, imobiliário, alimentício, energia elétrica e instituições financeiras, os quais se utilizaram do lançamento de ações para minimizar seu grau de alavancagem e para o crescimento da empresa (fusões e aquisições), em detrimento ao destino para investimentos em capital fixo, o qual foi muito baixo. Além da melhor condição macroeconômica do país, a situação de elevada liquidez internacional também ajudou para o avanço do mercado de capitais nacional, pois esse foi dinamizado pelo forte ingresso de capital externo no mercado de ações do Brasil.

Contudo, mesmo com essa expansão vivenciada nos anos 2004-2006 o mercado de capitais brasileiro ainda se encontra insuficiente para atender às necessidades de crescimento das empresas brasileiras. Não houve um desenvolvimento completo dos mercados de dívida privada e de ações, os quais são restritos a grandes empresas e tem elevada presença do capital internacional.

“A elevada participação dos investidores estrangeiros torna esse mercado altamente dependente de ciclos internacionais de liquidez. Os efeitos adversos provocados por

esse alto grau de subordinação ao capital estrangeiro foram mais uma vez revelados em meados do segundo semestre de 2008, quando a reversão dos fluxos de capitais ensejada pela crise global implicou uma rápida e expressiva desvalorização dos preços das ações, da riqueza” (Oliveira, 2010 pg 123).

No período mais recente, após a crise de 2008 até 2012, a economia brasileira apresentou flutuações nas condições macroeconômicas, pois os efeitos negativos da crise financeira de 2008, desvalorização da moeda, alta dos juros e queda da liquidez internacional afetaram o desenvolvimento da economia. A rentabilidade das empresas caiu, os créditos tornaram-se mais caros e etc, caracterizando uma baixa no ciclo econômico. Em 2009-2010 a economia se recuperou, com a revalorização do real e com a ajuda do governo, na concessão de créditos, especialmente o BNDES com recursos de longo prazo. Assim, a atividade econômica expandiu novamente. Entretanto, em 2011 e 2012 a economia desacelerou seu crescimento, com efeitos da crise na zona do euro, queda na demanda externa e nova desvalorização do real (Almeida e Novais, 2012).

Diante das características do sistema financeiro nacional, os panoramas da lucratividade, do endividamento e do patrimônio das corporações brasileiras são importantes para ditar o padrão de financiamento das empresas e a capacidade de execução das potencialidades empresariais. O próximo item é dedicado à discussão desses indicadores econômicos e da estrutura de capital das empresas brasileiras.

3.2 As condições econômico-financeiras das empresas brasileiras

3.2.1 Finanças Corporativas

Para o melhor entendimento das estruturas de capital das empresas, é preciso saber como as corporações são controladas, já que isso influencia nas suas decisões de gasto e de financiamento. A caracterização da gestão e da propriedade das empresas é feita pelas finanças corporativas. A partir do conceito de governança corporativa, “ o conjunto de regras, práticas e instituições que determinam como os administradores agem no melhor interesse das partes envolvidas na empresa, particularmente os acionistas” (Leal e Saito, 2003 pg 2), pode-se dizer que as empresas possuem mecanismos de controle da atuação de seus proprietários e administradores (pode ocorrer que os proprietários sejam também os próprios administradores da empresa). Portanto, o passo inicial é identificar se há a separação entre a gestão e a propriedade da empresa.

Pode-se colocar para o Brasil, assim como para a maioria dos países, que as empresas deixaram de ser familiares e profissionalizaram a sua gestão, sendo que muitas abriram o seu capital e passaram a ter administradores e controladores. Estudos de empresas brasileiras de capital aberto revelam que o seu controle acionário é muito concentrado, o que restringe a participação de acionistas minoritários. Contudo, uma boa prática de governança é definida quando os acionistas minoritários possuem direitos e os exercem, pois, com isso, as empresas passam a ter melhor fiscalização das atividades internas, menores riscos, menores custos de agência, maiores valores de mercado e mais oportunidades de investimento. Nesse sentido foram realizadas pela CVM (comissão de valores mobiliários) leis para “amenizar a concentração de controle por meio do limite de emissão de ações preferenciais, concede maior participação de representantes dos acionistas minoritários nos conselhos de administração e no conselho fiscal” (Leal e Saito, 2003 pg 4).

Os mecanismos de governança corporativa são o conselho de administração e a estrutura patrimonial, que juntos formam o controle interno da empresa, e a legislação e o mercado de aquisições, que são os mecanismos externos de regulação das corporações. Como o controle interno às corporações é dividido entre propriedade e administração, há disputas entre essas duas categorias, pois possuem fontes de rendimento distintas: os acionistas buscam maximizar o valor da empresa e os gestores, por se beneficiarem de parte dos lucros, não têm pensamento maximizador e podem usufruir de vantagens pessoais que geram custos, como supersalários e carros de luxo. Por isso, é importante a funcionalidade dos mecanismos externos de controle das empresas, um sistema legal que proteja os investidores e regule as ações das empresas e a fiscalização das aquisições e fusões das corporações, evitando aquisições ineficientes (Forte, 2007).

Portanto, o sistema de governança instalado nas empresas de capital aberto tem influência no seu funcionamento e nos seus resultados econômicos e financeiros. Uma boa governança corporativa possui eficiente fiscalização das atividades, busca o aumento do valor da corporação e a sua perenidade. A maneira como esse mecanismo funciona e as decisões do grupo de controle interno à empresa vão ditar a sua estrutura de capital.

3.2.2 Estudos Empíricos

Os estudos que serão apresentados neste trabalho foram realizados com base de dados diversas e em diferentes períodos da economia brasileira, o que faz importante uma primeira discussão acerca das peculiaridades de cada base de dados e das condições econômicas do período estudado. As fontes de análise são os dados de balanço patrimonial (BP) e de demonstração de resultado (DRE) das empresas, sendo restrito a empresas de capital aberto, outras fontes são os dados de balanço do imposto de renda pessoa jurídica, que permite a análise de um elevado número de empresas tanto de capital aberto como fechado, mas, contudo, possui restrições, decorrentes das distorções nos dados relativas à inflação e aos ganhos fiscais e, da indisponibilidade para um grande número de anos (Moreira e Puga, 2001). Outra fonte de dados são os fluxos de fundos, os dados de instituições do sistema financeiro, que apresentam relevante abrangência nos dados e maior disponibilidade, mas, entretanto, podem apresentar diferenças nas informações dependendo da fonte. Os questionários são outra fonte de dados, que enviados a empresas de diferentes tamanhos e setor revelam a estrutura de balanço das empresas e suas estratégias financeiras.

Indicadas as bases de dados, é importante conhecer os indicadores utilizados nos trabalhos aqui pesquisados, no intuito de determinar as condições econômico-financeiras e as parcelas de cada fonte de financiamento da estrutura de capital das empresas.

- Indicadores de Rentabilidade: são quocientes que relacionam o lucro líquido da empresa com um dado do balanço que expresse a dimensão deste lucro (Iudícibus e Marion, 2009).
 - Rentabilidade sobre o Ativo Total: representa o desempenho geral da empresa, sendo o lucro líquido sobre o ativo total.
 - Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido: é a relação entre o lucro líquido e o patrimônio líquido, que revela os resultados obtidos da gestão do capital próprio e de terceiros da empresa.
 - Rentabilidade sobre a receita líquida ou margem líquida de lucro: é o lucro líquido sobre a receita líquida.
 - Lucro da atividade sobre a receita líquida: é o lucro operacional sem despesas financeiras sobre a receita líquida.
- Indicadores de Endividamento (Carneiro,2009):

- Passivo circulante/Ativo Total: revela as obrigações de curto prazo em relação ao ativo total.
- Exigível de Longo Prazo/Ativo Total: revela as obrigações de longo prazo em relação ao ativo total.
- Capital de Terceiros/Ativo Total: parcela dos recursos externos, de curto e longo prazo, no ativo total.
- Capital de Terceiros/Patrimônio Líquido: indica o grau de endividamento, quanto de capital de terceiros a empresa adquire para cada unidade de capital próprio.
- Endividamento Oneroso Líquido/Patrimônio Líquido: é a relação entre os empréstimos, financiamentos e debêntures (exceto disponibilidades e aplicações financeiras) com o capital próprio.
- Empréstimos de Curto Prazo/Total de Empréstimos: índice de qualidade do endividamento, a parcela do passivo oneroso com prazos menores de um ano.
- Indicadores do Padrão de Financiamento: a participação de cada fonte é calculada sobre a “variação do capital de longo prazo” (ativo total menos o passivo de curto prazo) Carneiro (2009).
 - Retenção de lucros: lucro líquido subtraído os proventos (soma dos pagamentos de dividendos e juros sobre o capital próprio)
 - Endividamento: Dívida bancária, dívida por emissões de debêntures e outras dívidas.
 - Emissão de ações: resíduo, a diferença das demais fontes de financiamento. Carneiro (2009), faz um cálculo diferente: a emissão de ações é a oferta pública de ações (emissões primárias) mais a captação privada (a variação do Patrimônio Líquido menos lucro líquido mais proventos menos oferta pública de ações).

As características econômicas do período estudado também são relevantes para o real entendimento dos resultados dos estudos empíricos, pois as variáveis inflação, câmbio, juros, rendimento e entre outras são determinantes dos valores presentes dos dados das empresas. Em período de elevada inflação, a volatilidade dos dados pode transmitir uma falsa impressão da estrutura de capital, pois há os anos em que ocorrem a correção monetária da inflação (com indicadores nem sempre equivalentes à inflação), e legislações do governo que podem

impor congelamento de ativos às empresas. Os efeitos na estrutura de capital são oscilações nas participações de cada fonte no financiamento, que podem ser irreais, devido àquelas condições (Zonenschain, 2002). Além disso, o câmbio também é uma variável que pode influenciar o demonstrativo das empresas, a partir de mudanças nos valores da dívida externa, dos custos com insumos importados e no rendimento, devido à competitividade internacional. Os juros, por sua vez, vão determinar o custo dos empréstimos bancários, o que irá afetar a escolha pelas parcelas de financiamento via crédito. E, como são representantes do retorno dos ativos financeiros, vão influenciar o nível de investimento produtivo das empresas. Por fim, a rentabilidade das empresas é um fator importante na determinação dos recursos internos como fonte de financiamento. Em períodos em que as empresas estão com baixa rentabilidade e baixa demanda do mercado a parcela desses recursos é restringida, apesar de continuar a ser a fonte de maior importância.

O estudo realizado em 1998 por Zonenschain (2002) com dados de balanço de uma amostra de 216 empresas de capital aberto, investigou a forma de financiamento a partir das variáveis autofinanciamento e financiamento externo via endividamento e via emissões. O primeiro indicador é o autofinanciamento (lucro líquido menos dividendos sobre a variação do capital de longo prazo), o segundo é a relação entre o exigível de longo prazo e o ativo total menos o passivo circulante e o terceiro é o resíduo. Estes três indicadores foram calculados entre os anos 1989-96 e os resultados encontrados para a média do período foram que no Brasil as empresas possuem as emissões como 48% da suas fontes de financiamento e 25% para o autofinanciamento e 27% para o endividamento. Este resultado se mostra surpreendente para o país, pois não temos um mercado acionário bem desenvolvido. Diante disso, a autora revela as peculiaridades do período: a correção monetária dos balanços, o incentivo do governo ao uso do mercado de capitais e os juros elevados.

“Uma das principais dificuldades seria, então, a impossibilidade de discernir, com a metodologia utilizada, entre os movimentos efetivos entre fontes alternativas de financiamento e aqueles que correspondem a distorções causadas por mudanças frequentes e importantes na legislação, que por sua vez foram motivadas pela necessidade de contornar os efeitos da alta inflação sobre as demonstrações contábeis das empresas.” (Zonenschain, 2002 pg. 19)

A partir da mesma base de dados (dados de balanço das empresas) e metodologia utilizadas no estudo anterior, Moreira e Puga (2001) analisaram 4312 empresas industriais no período 1995-97, 3935 brasileiras de capital aberto e fechado e 377 estrangeiras, sendo que todas as informações foram corrigidas para preços de 1997. Os resultados obtidos foram:

54% do financiamento via recursos internos, 25% via emissão de dívidas e 21% via emissão de ações. Explicações para a diferença com o estudo anterior são as características macroeconômicas distintas nos períodos de estudo, já que a partir de 1994 temos estabilização da economia e, com isso, não há distorções da elevada inflação, e a abertura financeira, que implica no maior nível de endividamento externo. Além disso, as amostras dos estudos diferem em tamanho e no tipo de propriedade das empresas.

Os estudos da estrutura de capital das empresas brasileiras nos anos 1980 e 90 convergem na definição do Brasil como um país de baixo endividamento, que apresentou endividamento médio no período 1985-91 de 30,3%, sendo apenas 9,7% de endividamento de longo prazo. O que torna fato estilizado para o Brasil: em anos de elevada inflação, o nível de endividamento das firmas é relativamente reduzido, em comparação com outros países em desenvolvimento. Outro fato estilizado deste período de elevada inflação para as empresas brasileiras é a relevância do financiamento por recursos retidos em detrimento dos recursos externos, dívidas e ações. A análise de indicadores, taxa de retenção de lucros e taxa de financiamento dos ativos por ações e por dívidas de longo prazo, revela que o Brasil possui taxa de retenção de 98,3%. Portanto, o financiamento por recursos externos é muito baixo em contexto de elevada inflação. E, após o financiamento por recursos internos, são as ações e por último as dívidas de longo prazo que financiam o crescimento dos ativos das grandes empresas de capital aberto (Leal e Carvalho da Silva, 2007).

O sistema financeiro do Brasil nos anos 1980 e 1990, portanto, pode ser considerado de baixo grau de desenvolvimento, por isso as firmas brasileiras apresentam-se com restrições financeiras ao crescimento. Esta afirmação parte da análise dos indicadores, valor das empresas listadas na bolsa/PIB no período de 1980-95, que revelou um mercado de capitais pouco ativo no país. Os empréstimos/PIB também no mesmo período revela o baixo desenvolvimento do sistema bancário nacional em comparação com diversos países, o que é confirmado pelo indicador de endividamento (dívida total/ patrimônio líquido), mostrando as empresas brasileiras com baixo nível de endividamento em comparação com países em desenvolvimento asiáticos. Por fim, o indicador de uso de recursos internos, confirmou o elevado grau de participação desses fundos nos financiamentos das empresas. Portanto, pode-se afirmar que mesmo com as condições adversas à acumulação interna, as firmas continuam a depender de seus recursos para financiar o seu crescimento (Moreira e Puga, 2001).

Uma questão importante a ser analisada é a influência do tamanho da firma e da origem de sua propriedade nas fontes de financiamento. Moreira e Puga (2001) apresentam a Tabela 1 com indicadores que diferenciam as características das empresas instaladas no Brasil. Como a análise se refere ao período em que o país fez a abertura comercial e financeira, temos que as empresas multinacionais apresentaram um ganho de mercado, tornando-se fortes concorrentes das empresas nacionais e, também, se instalaram, principalmente, nos setores mais intensivos em capital.

Tabela 1
Características das Empresas Brasileiras - 1995/97

Empresas	Intensidade do Capital (Ativo/Receita Líquida)	Indicadores de Performance (% a.a.)					Indicadores de Endividamento			Padrão de Financiamento (%)		
		Lucro/ Ativo	Patrimônio Líquido	Crescimento		Dívida/ Patrimônio Líquido	Dívida de LP/ Patrimônio Líquido	Dívida de LP/ Dívida	Interno	Dívida	Ações	
				Vendas	Ativos							
Nacionais												
Micro e Pequenas	1.888	0,75	5,81	8,69	10,67	21,58	1,38	0,29	0,16	63	20	17
Médias	1.376	0,85	4,82	6,65	7,47	18,36	1,38	0,39	0,23	48	29	23
Grandes	671	1,17	5,18	8,17	7,09	16,38	1,16	0,38	0,28	44	30	26
Total	3.935	0,85	5,38	7,89	8,94	19,57	1,35	0,34	0,21	54	25	21
Estrangeiras												
Micro e Pequenas	54	0,85	8,02	11,36	16,68	18,94	1,15	0,41	0,20	75	20	5
Médias	124	1,01	5,90	8,63	13,09	16,11	1,17	0,32	0,20	63	20	17
Grandes	199	1,02	7,22	10,59	9,82	17,12	1,00	0,30	0,25	60	23	17
Total	377	0,99	6,90	10,06	11,88	17,05	1,08	0,32	0,23	63	21	15
Todas												
Micro e Pequenas	1.942	0,75	5,88	8,76	10,84	21,51	1,38	0,29	0,16	63	20	17
Médias	1.500	0,86	4,91	6,81	7,94	18,17	1,37	0,38	0,23	50	28	23
Grandes	870	1,13	5,72	8,73	7,71	16,55	1,13	0,36	0,28	48	29	24
Total	4.312	0,87	5,51	8,08	9,20	19,35	1,32	0,34	0,21	55	25	20

Fonte: Receita Federal. Moreira e Puga, 2001. Elaboração Própria

Disso, pode-se verificar na tabela 1 que as empresas estrangeiras, durante o período considerado, possuíam maior lucratividade, crescimento e intensidade de capital do que as domésticas. Apenas em crescimento do ativo as empresas nacionais foram superiores, o que pode revelar uma maior importação de máquinas e equipamentos com a abertura comercial. Também se deduz que o tamanho da firma afeta os indicadores da seguinte maneira, as de menor porte (micro e pequenas empresas) são as que possuíam maior crescimento dos ativos e das vendas e maior nível de lucratividade. As firmas médias são as que apresentaram menor lucratividade, mas razoável crescimento da receita e dos ativos. As grandes, por fim, são as que possuem maior intensidade de capital, a sua rentabilidade foi maior do que as empresas médias e o crescimento das vendas e ativos foi parecido ao destas. Os indicadores de endividamento revelam que as grandes e médias empresas possuem maior dívida de longo prazo em relação ao total e ao patrimônio líquido. Por fim, a estrutura de capital das

empresas não foi afetada pela categoria da firma, pois os recursos internos constituíram-se a principal fonte de financiamento e o endividamento e a emissão de ações em seguida.

“Os resultados sugerem um padrão de financiamento *market-based*, apesar do caráter ainda incipiente do nosso mercado de capitais e do porte relativamente reduzido das nossas firmas. Essa característica, [...] sugere um quadro de constrangimento financeiro ao crescimento, onde os limitados recursos internos das firmas dificultam investimentos mais ambiciosos em expansão da capacidade ou em desenvolvimento tecnológico.” (Moreira e Puga, 2001 pg 26)

A classificação do padrão de financiamento no Brasil como *market-based* foi realizada pelo autores acima e por muitos outros autores que estudaram a estrutura de capital nos anos 1980-90. Contudo essa afirmação tem que ser vista com cuidado, uma vez que o número de emissões de ações é baixo e apenas 30% das empresas brasileiras emitem debêntures. Mas, o crédito bancário também é restrito, de curto prazo e os juros são elevados, o que não faz o crédito ser favorito no financiamento das empresas. Portanto, a classificação do financiamento brasileiro como baseado no mercado de capitais é pautada nas grandes empresas do país de capital aberto, as quais são as amostras de muitos estudos empíricos (Leal e Carvalhal da Silva, 2007).

Os estudos mais recentes, nos anos 2000, vão analisar a estrutura de capital das empresas em contexto de crescimento do investimento produtivo e, conseqüentemente, do PIB brasileiro. Além disso, os indicadores macroeconômicos, inflação, câmbio e juros, estão estáveis, com inflação controlada, câmbio valorizado e taxa de juros em patamar menor do que nos anos 90. Neste trabalho vamos abordar os estudos recentes de Filleti (2010), Carneiro (2009), Prates e Leal (2005) e Almeida e Novais (2012). Filleti (2010) apresenta um estudo empírico de uma amostra de 73 empresas no período 2003-2008, os dados utilizados foram as informações disponibilizadas pelas empresas de capital aberto no site da Bovespa, estes dados foram utilizados em substituição aos dados de balanço do imposto de renda pessoa jurídica que deixaram de ser publicados. Por fim, as informações foram trazidas para preços de final de 2008.

O período de estudo 2003-2008 foi dividido em subperíodos, de 2003 a 2005 e de 2006 a 2008, pois nos primeiros anos houve um crescimento dos investimentos produtivos menor que no período seguinte. O ano de 2008 foi tratado separado, por ser um ano com efeitos particulares da crise econômica mundial. Além da divisão em subperíodos, a amostra também foi separada de acordo com o setor de atuação da empresa, conforme Tabela 2.

Tabela 2
Classificação dos subconjuntos da amostra

Subconjuntos	Setores	Empresas
INDÚSTRIA	Todos os segmentos da Indústria	52
Construção e Material para Construção	Construção e Material para Construção	6
Meios de Produção	Embalagens, Madeira, Máquina e Equipamentos, Material Aeronáutico, Material de Transporte, Siderurgia e Metalurgia, Mineração, Papel e Celulose, Química, Petróleo	36
Bens de consumo	Alimentos, Bebidas e Fumo, Editora, Calçados, Têxtil, Vestuário e Couro, Utilidades Domésticas	11
Sem Petróleo e Mineração	Indústria sem os segmentos Petróleo e Mineração	50
Comercializáveis	Indústria exceto Construção e Material de Construção	49
COMÉRCIO	Todos os segmentos de Comércio	7
SERVIÇOS	Todos os segmentos de Serviços	14
Energia	Energia	6
Sem energia	Serviços exceto Energia	8
Infra-estrutura	Logística, Telefonia e Comunicações e Energia	13
Utilities	Telefonia e Comunicações e Energia	10

Fonte: Filleti, 2010. Elaboração Própria.

A importância de cada setor na economia foi calculada pela participação da receita líquida no total da amostra, a indústria representou na média dos períodos 81% da receita líquida total, enquanto o comércio 5% e os serviços 14%. Filleti (2010), expõe que o subsetor da indústria de maior peso é os meios de produção, que são compostos principalmente pelas empresas Petrobrás e Vale, elas representam 47,7% da receita líquida de 2008, 46,1% no período 2003-2005 e 48,1% para 2006-2008.

Para a análise das condições financeiras das empresas foram calculados indicadores de desempenho e de endividamento, e para a análise dos seus padrões de financiamento foram definidas as variáveis autofinanciamento, financiamento externo por dívidas (emissão de dívidas, debêntures e bônus) e financiamento externo por emissão de ações. Os indicadores de desempenho, conforme Tabela 3, são a taxa de rentabilidade sobre o ativo total, a taxa de rentabilidade sobre o patrimônio líquido e a margem líquida de lucro. O primeiro indicador apresentou uma piora entre os períodos analisados, sendo os fatores que determinam o bom resultado no primeiro período a desvalorização do real no ano de 2002, a alta dos preços das commodities no mercado externo e o aumento do mercado consumidor doméstico na taxa de rentabilidade das empresas. Já no segundo período há uma desaceleração da rentabilidade e em 2008, devido efeito-contágio da crise financeira internacional essa taxa teve maior redução. A análise dos subsetores mostra que o único setor

que não teve queda na taxa de rentabilidade sobre o ativo total foi os serviços. Os indicadores de retorno sobre o patrimônio líquido e margem líquida de lucro também revelaram piora entre os períodos, apenas o setor de serviços que se mostrou com melhor desempenho (Filleti, 2010).

Tabela 3
Indicadores de Desempenho e Endividamento da amostra

Setor	Indicadores/Ano	INDÚSTRIA			COMÉRCIO			SERVIÇOS		
		Ano 2008	Média 2003-2005	Média 2006-2008	Ano 2008	Média 2003-2005	Média 2006-2008	Ano 2008	Média 2003-2005	Média 2006-2008
Desempenho	Rentabilidade sobre ativo total	8,6	11,2	9,3	3,3	4	3,2	2,9	1,9	3,1
	Rentabilidade sobre o patrimônio líquido	20,5	29,9	22,8	10	11,1	9,4	9,5	7	9,3
	Margem líquida de lucro	13,4	15,7	14,3	2,7	3,5	2,8	5,3	3,3	5,5
Endividamento	Passivo circulante/Ativo total	19,6	25,8	20,5	36,8	35	39,4	28,4	33,8	27
	Exigível longo prazo/Ativo total	9,5	14,7	10,3	37,8	19,3	27,3	34,7	65,2	35,7
	Endividamento oneroso/capital próprio	46,1	49,8	43,7	50,2	32,9	42,9	52,1	97,2	47,3
	empréstimo curto prazo/empréstimo total	19,4	27,4	20,4	34,4	44,5	43,6	23	43,4	20,5

Fonte: Filleti, 2010. Elaboração Própria.

Os indicadores de endividamento estudados foram passivo circulante/ativo total, exigível de longo prazo/ativo total, endividamento oneroso líquido/capital próprio, empréstimos de curto prazo/total de empréstimos e a distribuição dos ativos das empresas entre o ativo circulante, imobilizado, investimento e outros. O primeiro indicador revela a parcela do ativo que está comprometida com obrigações de curto prazo e mostrou uma melhora nos períodos estudados, isto é, as empresas, exceto do setor comércio, buscaram uma redução do nível de endividamento de curto prazo, devido às melhores condições econômicas do país, dinamismo mercado consumidor, desvalorização do câmbio e elevada rentabilidade no início dos anos 2000. Assim como este indicador, a razão de endividamento de longo prazo sobre o ativo também apresentou recuo nos anos de estudo (exceto para o comércio), o qual foi mais intenso que o anterior. A relação entre o capital oneroso e o capital próprio, também teve uma queda entre os períodos, o que mostra que a parcela do patrimônio líquido que está comprometida com o financiamento oneroso (empréstimos, financiamentos e debêntures, descontadas as aplicações financeiras) se reduziu. Este comportamento de desendividamento das empresas revela a queda da participação dos recursos externos no financiamento e a busca pela melhor qualidade no endividamento, recursos com prazos maiores. A qualidade do endividamento pode ser medida pelo indicador: razão entre financiamento de curto prazo e financiamento total, que se reduziu em todos os setores

durante os anos de análise, o que permitiu a redução da vulnerabilidade financeira das empresas (Filleti, 2010).

A questão do endividamento no Brasil também foi estudada utilizando-se outra base de dados, questionários enviados a 30 empresas de capital aberto e fechado, por Prates e Leal (2005) que apresentaram como resultados, 30,4% das empresas fechadas usam do endividamento para se financiar, ante 32,7% para o caso das empresas abertas. Observa-se que 63% das empresas questionadas buscam uma estrutura de capital ótima, isto é, baseado na teoria *trade-off*, as empresas buscam uma compensação entre os benefícios fiscais da dívida e os custos de falência a ela associados. Essas empresas, que visam uma alavancagem ótima apresentaram um nível médio de endividamento de 27,3%, o que se mostra relativamente baixo, revelando a preocupação das empresas com os custos de falência. Quanto à preferência das fontes de financiamento, 63,3% responderam que optam pelo financiamento de longo prazo, o qual ainda é restrito às grandes empresas e fornecido, principalmente, pelo BNDES.

Por fim, o último indicador analisado foi a composição do ativo das empresas da amostra. O resultado apresentado foi a manutenção dessa composição, com maior parcela do ativo circulante, principalmente para o comércio, e do imobilizado, para a indústria e os serviços. Isto mostra que as empresas estudadas atenderam ao aumento da demanda utilizando-se da capacidade ociosa disponível e de investimentos complementares para expansão das unidades já existentes. Portanto, neste período as empresas se beneficiaram das condições macroeconômicas do país, conseguindo rentabilidades positivas e aproveitaram para reduzir seu nível de endividamento (Filleti, 2010).

Diante dessas características financeiras das empresas, pode-se analisar as variáveis determinantes do padrão de financiamento da amostra. Filleti (2010) mostra que 47,8% do financiamento corresponde a recursos internos, 43,8% dívidas e 8,5% emissão de ações. Estas parcelas diferem das obtidas nos estudos acima citados, o que pode ser explicado pelo tamanho e natureza da amostra distintos e pelos diferentes períodos estudados, que carregam diferenças nas condições macroeconômicas do país e nas finanças internas às empresas. Contudo, todos os estudos revelam o autofinanciamento como a fonte primordial de financiamento.

A pesquisa coordenada por Carneiro (2009) com dados do período 2003-2008 utilizou-se de informações nas notas explicativas de demonstrações financeiras, de fluxo de caixa, do valor adicionado, de mutações no patrimônio líquido e de origens e aplicações de recursos de 153 empresas de capital aberto. O trabalho também analisou indicadores econômicos de 172 empresas para o período 1998-2007 e para o ano de 2008, que foi tratado em separado, devido às condições econômicas da crise internacional e os dados estavam disponíveis apenas para 157 empresas. A análise também foi discriminada entre os setores de atuação da empresa, conforme a Tabela 4.

Tabela 4
Macrossetores e subsetores das Companhias

	1998 - 2007	2007 - 2008
INDÚSTRIA	120	106
INDÚSTRIA - MATERIAL DE CONSTRUÇÃO	16	12
INDÚSTRIA - MEIOS DE PRODUÇÃO	60	53
INDÚSTRIA DE CONSUMO	41	38
INDÚSTRIA - SEM PETRÓLEO/MINERAÇÃO	117	104
INDÚSTRIA - EXPORTADORA	25	25
COMERCIALIZÁVEIS	103	93
NÃO-COMERCIALIZÁVEIS	69	64
COMÉRCIO	11	11
SERVIÇOS	41	40
SERVIÇOS SEM ENERGIA	20	19
ENERGIA	21	21
INFRAESTRUTURA	40	39
UTILITIES	34	33
TOTAL	172	157

Fonte: Carneiro (2009). Elaboração Própria.

Com o objetivo de avaliar o comportamento dos indicadores de rentabilidade e de endividamento e as variações da estrutura de capital e de ativos das empresas conforme a situação econômica do país. Para isso, Carneiro (2009) utilizou-se de dados financeiros dos anos 1998-2002 como base para a análise da evolução dos indicadores no período seguinte 2003-2008. As empresas da amostra desta pesquisa são representativas da condição financeira do país, pois apresentaram receita líquida de 22,8% do PIB em 2003 e 27,9% em 2008. Além disso, apresentam tendência de crescimento, com lucro operacional de 3,4% do PIB em 2003 e 4,8% em 2007 e lucro líquido de 2,3% do PIB em 2003 e 3,2% em 2007.

A fase de oscilações da conjuntura econômica, câmbio instável e juros em patamares elevadíssimos, nos anos 90 até 2002, foi superada a partir de 2003. A partir de então, foram estabelecidas condições macroeconômicas estáveis e favoráveis ao país, juros em níveis menores, câmbio estável, mercado interno consumidor crescente e economia internacional em expansão. O Brasil apresentou saldos comerciais positivos, acumulou reservas e promoveu programas sociais que permitiram elevar o poder de compra da população. Portanto, tivemos um período de crescimento econômico até 2008, quando estourou a crise financeira mundial.

Diante dessas características, a análise dos indicadores de desempenho e endividamento das empresas revelam como elas se comportaram nesse período de expansão. O desempenho pode ser medido pelos indicadores de rentabilidade e margem de lucro, já utilizados no estudo de Filleti (2010), o retorno sobre o ativo total e sobre o patrimônio líquido, a margem líquida de lucro e, adicionalmente, a margem de lucro operacional. Em comparação com o período 1998-2002, os resultados de rentabilidade sobre o ativo e sobre o patrimônio líquido apresentaram como média dos anos 2003-2008 aumento de 4,1 e 10,8 pontos percentuais, respectivamente. As margens líquida e operacional também tiveram melhora entre os períodos, passou de 14% para 20,7%. Esses indicadores confirmam as divergências macroeconômicas entre os períodos e contam com os benefícios da elevada liquidez internacional, da expansão das economias externas, da elevação dos preços das commodities, da expansão do mercado interno consumidor via aumento do emprego e maior disponibilidade de crédito. Com isso, permitiu-se a elevação da rentabilidade e das margens de lucro das empresas.

O melhor desempenho das empresas foi expresso pelo aumento do retorno e do lucro nas atividades, mas também do comportamento das despesas financeiras. A comparação dos custos financeiros médios entre os períodos de estudo revela um queda de 3,5 pontos percentuais. Isso pode ser explicado pela queda da taxa de juros nos anos 2003-2008 e pelo crescimento do lucro, que é ao mesmo tempo a causa, possibilitando a redução do endividamento, e a consequência desse menor nível de despesas financeiras.

Os indicadores de endividamento das empresas em estudo mostram que as mudanças macroeconômicas entre os períodos 1998-2002 e 2003-2008 influenciaram o nível e a qualidade de endividamento das empresas. No período de instabilidade, com inflação elevada, as empresas reduzem seu nível de dívidas, principalmente de longo prazo. Já com estabilidade econômica elas ampliam o endividamento, em especial o de longo prazo. A

relação capital de terceiros e ativo total passou de 53,5% para 59,3%, sendo que esse crescimento se deve principalmente ao exigível de longo prazo que passou de 31,5% do ativo total para 36,1%, enquanto o passivo circulante sobre o ativo total passou de 22% para 23,2%. A melhora nos prazos das dívidas das empresas também pode ser vista pelos indicadores endividamento oneroso de curto prazo sobre o ativo total, que recuou de 9,5% para 7,3%, enquanto o endividamento oneroso de longo prazo sobre o ativo total passou de 18,7% para 21,3%. O maior endividamento das empresas brasileiras de capital aberto entre os períodos pode ser explicada, além da maior estabilidade econômica, pelas características das empresas. Elas expandiram seu mercado consumidor, tanto interno como externo, se apresentaram com tamanho maior, passaram a possuir mais acesso ao mercado de crédito e de capitais, tanto interno quanto externo e também mudaram a sua governança corporativa (separação entre propriedade e gestão).

Outros indicadores de endividamento, que são relativos ao capital próprio da empresa, possibilitam a análise da sua flexibilidade financeira. A relação entre o capital de terceiros e o capital próprio entre os períodos 1998-2002 e 2003-2008 aumentou de 1,19 para 1,46, confirmando o aumento do endividamento. O endividamento oneroso líquido sobre o capital próprio é um índice que revela o peso das despesas financeiras das empresas (financiamento bancário e aplicações financeiras) e ele manteve-se praticamente inalterado na média entre os períodos. Por fim, a relação entre endividamento de curto prazo com endividamento total mostra que em média as empresas reduziram de 0,34 para 0,25 a parcela das dívidas de prazos menores. Portanto, o que se pode concluir é a busca das empresas, principalmente do setor de serviços e indústria, por prazos maiores nas dívidas (Carneiro, 2009).

Além dessas mudanças no passivo das empresas, é importante analisar as variações na distribuição dos ativos, entender qual foi o destino dado aos recursos externos obtidos. Para isso, Carneiro (2009) analisou a composição dos ativos por setor da economia, pois cada um teve a sua peculiaridade. A tabela 5 exprime os resultados: a indústria modificou seus ativos no sentido da conta Imobilizado, decidindo pela alocação de seu capital em recursos de longo prazo. Entretanto, ela não deixou de realizar aplicações financeiras, as quais tinham como retorno os, relativamente, elevados juros domésticos. No comércio, as variações ocorreram no aumento do ativo circulante, já que este setor teve expansão de sua atividade e, por isso, elevou os seus estoques. O setor serviços, por sua vez, sinalizou recuo nas inversões de longo

prazo, diminuindo o seu imobilizado, e elevou a participação das aplicações financeiras na composição do ativo.

Tabela 5
Distribuição de Ativos: Indústria, Comércio e Serviços (em %) - 1998 a 2007

Setor	INDÚSTRIA		COMÉRCIO		SERVIÇOS	
	média 1998-2002	média 2003-2007	média 1998-2002	média 2003-2007	média 1998-2002	média 2003-2007
Ativo						
Aplicação Financeira	10,5	10,8	15,9	13,6	2,7	6,8
Ativo Circulante (exceto aplicação financeira)	25	25,8	32,3	34,2	10,5	14,4
Imobilizado	44,2	48,1	35,4	34,8	71	58,4
Investimento	3,8	2,9	1,9	1,3	3	3,2
Outros	16,6	12,4	14,5	16,2	12,8	17,2

Fonte: Balanços patrimoniais e demonstrações financeiras. Carneiro (2009). Elaboração própria

A análise das fontes de financiamento das empresas foi realizada por Carneiro (2009) a partir da comparação com os estudos anteriores, dos anos 1980 e 1990. Conforme foi visto acima, Moreira e Puga (2001) definem o padrão de financiamento das empresas brasileiras baseado no mercado de capitais, assim como outros autores que analisaram esses anos. Contudo, a pesquisa realizada por Carneiro (2009), com 104 empresas industriais de grande porte nos anos 2004-2007, apontou os seguintes resultados: 51% do financiamento são via lucros retidos, 41% por dívidas e, apenas, 8% via ações. Disso, tem-se a preservação do conceito da elevada importância do autofinanciamento como fonte de recursos. Entretanto, há uma porcentagem significativa das dívidas como financiamento, de acordo com o que foi visto na análise do endividamento crescente das empresas nesses últimos anos, especialmente o de longo prazo.

A metodologia deste trabalho foi semelhante aos outros estudos citados. A única diferença foi que a emissão de ações deixou de ser computada como resíduo das outras fontes. E passou a ser calculada como a parcela de oferta pública de ações das empresas da amostra, incluindo a captação privada dos sócios, evitando, assim, possíveis distorções do método anterior.

Além dos resultados das 104 empresas industriais, o total de empresas (153) apresentou, para o mesmo período, 46% do financiamento via recursos internos, 35% via dívidas e 18,5% via ações, sendo que da porcentagem financiada por dívidas, 20,4% representa “outros itens”- financiamento de curto prazo e financiamentos junto a

fornecedores (ver tabela 6). Decorre deste estudo, portanto, que nos anos recentes o padrão de financiamento das grandes empresas de capital aberto no Brasil está mais baseado no mercado de crédito do que no de capitais. O nível de endividamento cresceu, revelando menor constrangimento às empresas, mas ainda é preciso maior facilidade de acesso aos créditos de longo prazo (Carneiro, 2009).

Tabela 6
Padrão de Financiamento – 2004/2007 e 2008 – (em %) – Participação sobre a Variação do Ativo Total menos a Variação do Passivo Circulante

Setores / Fontes de Recursos	Indústria		Total	
	2004-2007	2008	2004-2007	2008
Lucros Retidos	50,9	25	46,4	23,6
Distribuição Pública de Ações (Of. Primárias)	2,6	15,7	3,9	12,2
Captação Privada	5	0,6	14,6	-3,7
Dívidas de LP	41,4	58,7	35,1	68
Financiamento de LP	16,9	48,5	9,7	50
Empréstimos BNDES LP	4,5	6,7	4,9	7,2
Debêntures de LP	1,1	1	5	0,6
Outros Itens	23,5	9,2	20,4	17,4
Total	100	100	100	100

Fonte: Carneiro (2009). Elaboração Própria.

As características econômico-financeiras do ano 2008 têm de ser vistas separadamente para que se possa destacar as influências da crise financeira internacional nas decisões de gasto das empresas e nos seus indicadores econômicos.

Neste ano, a estrutura de capital apresentou-se com maior nível de endividamento (68%), em detrimento da retenção de lucros que caiu para 23,6% do financiamento das empresas. Ademais, é preciso destacar a variação da distribuição pública de ações na parcela de financiamento, que passou de 3,9% para 12,2%. Para entender essas mudanças tem que considerar as tendências impostas no período pré-crise (Carneiro, 2009).

Como foi visto, a atividade econômica estava em expansão e as empresas estavam investindo em ativos de longo prazo, o que ocorreu inclusive em 2008. Com isso, a busca por financiamento de longo prazo se elevou e foi concretizada, principalmente, pelos recursos do BNDES, o qual forneceu 10,8% do financiamento total das empresas em 2008. As fontes internas de lucro reduziram-se com a queda de rentabilidade das empresas, consequência da

crise mundial. A oferta primária de ações, por sua vez, elevou-se em razão do movimento de alta do valor das empresas no mercado no início do ano, o que revela a estratégia de *market timing* dessas empresas, como também a complementariedade (e não a substituição) desse mercado ao mercado de crédito (Carneiro, 2009).

O movimento que se segue à crise internacional, especialmente no segundo semestre de 2008, é de desvalorização da moeda nacional, acarretando perdas com derivativos cambiais das empresas e elevação do seu endividamento externo. A taxa de juros também aumentou, elevando o custo do endividamento, o que ajuda a explicar a redução da lucratividade empresarial. A atuação do BNDES, que pode ser considerada anti-cíclica, se destacou, com maior participação no fornecimento de recursos às grandes empresas.

Contudo, os efeitos prejudiciais da crise de 2008 foram aliviados logo no segundo semestre de 2009, pois com a ajuda do governo na concessão de créditos e a revalorização da moeda, permitiu-se a melhora na atividade econômica do país. A pesquisa realizada por Almeida e Novais (2012) envolvendo 222 grandes empresas de capital aberto mostra a trajetória financeiro-econômica dessas empresas no período 2007-2011, a partir de dados de demonstração de resultados. A análise do indicador margem líquida de lucro das empresas da amostra revela a queda da atividade econômica em 2008 e a rápida recuperação em 2009, pois esse indicador caiu de 12,6% em 2007 para 10% em 2008, enquanto em 2009 sobe para 11,3% e 2010 para 13,1%.

Entretanto, o ano de 2011 apresentou peculiaridades que mudou o sentido das economias brasileira e mundial. A crise na zona do euro, devido a problemas fiscais em alguns países, refletiu na deterioração do cenário internacional que impactou na economia doméstica. A taxa de juros aumentou, os preços têm movimento de alta e o pessimismo entre os agentes predomina, refletindo na queda da atividade industrial, na baixa das vendas do comércio, no aumento da inadimplência do consumidor e no maior nível de endividamento das famílias. O PIB no final de 2011 cresceu apenas 2,7% e no primeiro trimestre de 2012 apenas 0,8%, contra 7,5% em 2010. No ano de 2011 a indústria de transformação apresentou forte queda da taxa de expansão e da formação bruta de capital fixo, os quais eram em 2010, respectivamente 10,1% e 21,3% e passaram em 2011 para 1,2% e 4,7% (Almeida e Novais, 2012).

O nível de endividamento líquido das empresas pesquisadas apresentou em 2011 crescimento, deixando o quadro de “limpeza dos passivos” apresentado no ano de 2010. A qualidade das dívidas em 2011 também piorou, pois os empréstimos de curto prazo tiveram crescimento maior do que os de longo prazo, enquanto estes cresceram 25,3% em relação a 2010 aqueles aumentaram 29,9% com relação ao mesmo ano. Além disso, as despesas financeiras apresentaram grande variação entre 2010-2011, de 274,9% para o conjunto da amostra. Por isso, no ano de 2011 o quadro econômico é de baixas demandas doméstica e externa, elevada inadimplência e crescente endividamento, desaceleração da concessão de crédito e retração das margens de lucro (Almeida e Novais, 2012). E, contudo, no ano de 2012 o desempenho econômico não apresentou melhoras, fechando o ano com crescimento do PIB de apenas 0,9%. Diante desse cenário econômico, pode-se colocar que nos anos 2008-2012 as fontes de financiamento das empresas mantiveram a ordem dos anos estudados, recursos interno, dívidas e emissão de ações; com redução dos lucros retidos e aumento do endividamento .

3.3 Conclusão

Portanto, conclui-se que a economia brasileira vivenciou ciclos econômicos em que seu nível de atividade foi afetado ora negativa, ora positivamente pelas condições macroeconômicas interna e externa ao país. Isso Revela a vulnerabilidade do Brasil à demanda externa, à liquidez internacional e ao financiamento externo, uma vez que esse ambiente afeta os preços-chave da economia (câmbio e juros), o sistema financeiro e o crescimento das empresas no país.

O sistema financeiro nacional ainda se encontra insuficiente para manter o crescimento da economia, pois mesmo com o maior nível de endividamento os créditos bancários continuam com prazos curtos e custos elevados, o mercado de capitais não está plenamente desenvolvido, sendo dependente da liquidez internacional, e, com isso, as empresas dependem de seus lucros retidos para o financiamento da maior parte de seus investimentos, seguidos pelas dívidas e emissão de ações. Assim forma-se a estrutura de capital das empresas no Brasil, que mesmo sob efeito de crises econômicas, apresenta o autofinanciamento como a fonte primordial de recursos.

4. Conclusão Final

O Brasil, por estar inserido na lógica da economia monetária da produção, apresenta uma economia suscetível à instabilidade. Seus agentes conformam expectativas e a partir delas vão demandar ativos financeiros, ativos produtivos e/ou “entesouramento”, o que vai influenciar a variação do nível de renda e emprego da economia. De fato, os gastos capitalistas em investimento produtivo que sustentam a demanda efetiva, ao gerarem emprego e renda.

O sentido dos gastos para a produção ou para o ganho financeiro é determinado pela decisão especulativa do agente, baseada em suas previsões e expectativas de retorno do investimento e do nível da taxa de juros, como também do seu conhecimento em experiências passadas. Disso, revela-se a importância do mercado monetário no nível de atividade da economia, pois considerando o retorno do investimento constante no curto prazo, tem-se a taxa de juros a variável-chave do gasto em investimento.

A sustentabilidade do crescimento econômico, ou seja, a manutenção dos investimentos produtivos e, conseqüentemente, da geração de renda e emprego é dependente das condições econômico-financeiras das empresas e do país. É preciso um sistema financeiro capaz de acomodar o circuito *finance*-investimento-poupança-*funding*, com sistema bancário e mercado de capitais desenvolvidos para atender às necessidades de financiamento das empresas.

O sistema financeiro é definido por um mercado financeiro em que ocorrem as relações entre seus agentes. No Brasil, existem relações entre tomador e credor de recursos diretas e intermediadas, pois seus agentes buscam tanto por créditos no setor bancário, como por recursos no mercado de capitais, uma vez que essas fontes de financiamento não são exclusivas e sim complementares. Contudo, o país não possui um sistema financeiro adequado à sustentação do crescimento das empresas, pois seu mercado de crédito privado é concentrado no curto prazo e possui custos elevados, os financiamentos de longo prazo estão vinculados a bancos públicos, principalmente ao BNDES, mas ainda é um crédito limitado e restrito a grandes empresas. O mercado de capitais, por sua vez, ainda está em desenvolvimento, pois não possui o arcabouço institucional plenamente instalado, com agências de rating, regulamentações e um mercado secundário dinâmico.

Diante disso, as empresas brasileiras vão realizar seus investimentos com base nos recursos obtidos pelos lucros retidos, pelas dívidas e por emissão de ações, nessa ordem. O que revela que a maioria das empresas usam da estratégia *pecking order* para se financiar. Outras estratégias são, também, por elas realizadas: *market-timing*, o oportunismo das empresas em adquirir recursos de acordo com a melhor situação do mercado e de não utilizá-los, necessariamente, para produção. E a estratégia do *trade-off*, em que as empresas buscam um endividamento ótimo a partir da comparação dos custos de default das dívidas com as suas vantagens fiscais.

Além dessas estratégias, as empresas brasileiras vão determinar suas estruturas de capital a partir das condições macroeconômicas do país e de suas condições financeiras internas. Conforme foi visto, nos anos precedentes ao plano real, período 1985-94, a economia brasileira estava em condição adversa para a rentabilidade das corporações, pois passava por um contexto de elevada inflação. As empresas estavam com poucos recursos internos retidos para o autofinanciamento, os créditos estavam escassos e o mercado de capitais também estava pouco desenvolvido, por isso, elas tiveram um limitado crescimento. A partir dos anos 1994, a economia se estabilizou, com inflação controlada e com câmbio estável, fez abertura comercial e financeira e recebeu grande fluxo de capitais externos e entrada de multinacionais no país. As influências nas empresas foram elevado nível de endividamento, principalmente externo e queda da rentabilidade, devido à acirrada concorrência.

A conjuntura dos anos 2000 foi, por sua vez, de melhora nos indicadores macroeconômicos do Brasil, o que permitiu às empresas crescente geração de lucros, melhoras no nível e nos prazos dos elevados endividamentos absorvidos no período anterior e maior acesso ao mercado de capitais, o qual apresentou evolução nesses anos, mas ainda não se encontra plenamente desenvolvido. Nos últimos anos, contudo, com a crise internacional a economia brasileira teve desaceleração de sua atividade, com menor desempenho das empresas, o que, entretanto, não alterou significativamente as suas estruturas de capital. As corporações continuam a se financiar, respectivamente, com lucros retidos, com dívidas, aumentando endividamento de longo prazo, principalmente fornecido pelo BNDES, em detrimento do crédito de curto prazo e com emissões de ações.

Portanto, conclui-se desse trabalho a importância do gasto em investimento produtivo para o crescimento da economia e que variáveis reais e monetárias afetam a sua realização.

Por isso, a sustentação de condições macroeconômicas estáveis e favoráveis ao investimento, como também de um sistema financeiro desenvolvido e adequado a este gasto é imprescindível para o crescimento sustentado da economia brasileira, a qual se caracteriza por um padrão institucional de financiamento baseado em crédito, com a complementariedade do mercado de capitais, que está, ainda, em desenvolvimento.

5. Referências Bibliográficas

ALMEIDA, Júlio Sergio Gomes de e NOVAIS, Luis Fernando. *Boletim de Economia* 16. Fundap. São Paulo, junho de 2012.

ANDIMA. *O Novo Perfil do Sistema Financeiro*. 1ª Ed. Rio de Janeiro: Andima, 2001.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello e ALMEIDA, Júlio Sergio Gomes de. Enriquecimento e produção: Keynes e a dupla natureza do capitalismo. In PAULO, Luiz Fernando de e SICSÚ, João (organizadores). *Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

CARNEIRO, Ricardo de M. *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo: Editora da Unesp, 2002.

CARNEIRO, Ricardo de M. (coordenador geral.), ALMEIDA, Júlio Sergio Gomes de, CINTRA, Marcos Antonio Macedo, AVANIAN, Claudio, NOVAIS, Luis Fernando e FILLETI, Juliana de Paula. Relatório Final. *Projeto de Estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos*. Campinas: Cecon/IE/Unicamp: Rio de Janeiro: BNDES, agosto de 2009.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. *Economia monetária e financeira: teoria e política*. Rio de Janeiro, RJ: Campus, 2001

CINTRA, Marcos Antonio Macedo. *O circuito keynesiano de finance-investimento-funding nos países centrais e nos de inflação crônica*. Ensaio FEE. Porto Alegre, 1995.

DILLARD, Dudley. *A teoria econômica de John Maynard Keynes*. 1948

FARHI, Maryse. Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial. *Economia e Sociedade*. Campinas – SP, v. 17, 2002.

FEIJÓ, Carmem Aparecida. Decisões empresariais em uma economia monetária de produção. In PAULO, Luiz Fernando de e SICSÚ, João (organizadores). *Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

FILLETI, Juliana de Paula. *Financiamento de empresas não financeiras de capital aberto no Brasil: proposição de uma abordagem quantílica*. Tese (doutorado). Campinas, 2010.

FIOCCA, Demian. *A oferta de moeda na macroeconomia keynesiana*. 2000

FORTE, Denis. *Estudo sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras no período pós Plano Real (1995-2005)*. Tese (doutorado) - Universidade Presbiteriana Mackenzie. São Paulo, 2007.

FREITAS, M. Cristina Penido de. A natureza da concorrência bancária e seus efeitos sobre a estabilidade financeira. *Economia e Sociedade*, Campinas - SP, n. 8, p. 51-83, jun.1997.

FREITAS, M. Cristina Penido de. Referencial teórico. *Projeto de Estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos*, coordenado por Ricardo de M. Carneiro e financiado pelo BNDES. Instituto de Economia/Unicamp, 2009

HARRIS, Milton & RAVIV, Artur. The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, volume 46, issue 1. March 1991.

IUDÍCIBUS, Sérgio de e MARION, José Carlos. *Curso de Contabilidade para não contadores*. São Paulo: Atlas, 2009.

JÚNIOR, Waldery Rodrigues e MELO, Giovani Monteiro. *Padrão de Financiamento das Empresas Privadas no Brasil*. Texto para discussão nº653. Brasília, junho de 1999

KEYNES, Jonh M. A teoria ex ante da taxa de juros. 1937a. In *Clássicos de literatura econômica: textos selecionados de macroeconomia*. 3. ed. Brasília, Ipea 2010

KEYNES, Jonh M. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. 3. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985. (Os economistas), 1936.

KEYNES, Jonh M. A treatise on money: the pure theory of money. In: MOGGRIDGE, Donald. *The collected writings of John Maynard Keynes*. New York: Cambridge University Press, 1930.

KEYNES, Jonh M. Teorias alternativas da taxa de juros. 1937b. In *Clássicos de literatura econômica: textos selecionados de macroeconomia*. 3. ed. Brasília, Ipea 2010

LEAL, P Câmara e CARVALHAL DA SILVA André L. *O financiamento externo no ciclo recente da economia brasileira*. Cepal. Rio de Janeiro. 2007

LEAL, Ricardo Pereira Câmara e SAITO, Richard. Finanças Corporativas no Brasil. *RAE-eletrônica*, v. 2, n. 2, jul-dez/2003

MINSKY, Hyman. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.

MODIGLIANI, Franco & MILLER, Merton H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, volume 48, n.3. Jun. 1958.

MOREIRA, Maurício Mesquita e PUGA, Fernando Pimentel. *Como a Indústria Financia o seu Crescimento: uma Análise do Brasil Pós-Plano Real*. Texto para discussão 84. Rio de Janeiro, outubro - 2001.

OLIVEIRA, Giuliano Contento de. *Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil (1979-2008): teoria, evidências e peculiaridades*. Tese (doutorado) - Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, SP. 2009.

OLIVEIRA, Giuliano Contento de. O mercado de capitais brasileiro no período recente: evolução e singularidades. In: MARCOLINO, Luiz Cláudio; CARNEIRO, Ricardo de M. (org.) *Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à crise financeira*. São Paulo: Publisher Brasil e Editora Gráfica Atitude, 2010.

PRATES, Daniela M. *Crises financeiras nos países emergentes: uma interpretação heterodoxa*. Tese (doutorado). Campinas: IE/Unicamp. 2002, cap.2.

PRATES, Cláudia Pimentel Trindade e LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Algumas Considerações sobre os Determinantes da Estrutura de Capital nas Empresas Brasileiras. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, V. 12, N. 23, P. 201-218, Jun. 2005.

PUGA, Fernando Pimentel, JÚNIOR, Gilberto Rodrigues Borça e NASCIMENTO, Marcelo Machado. O Brasil diante de um novo ciclo de investimento e crescimento econômico. In ALÉM, Ana Cláudia e BIAGI, Fabio Giam. *O BNDES em um Brasil em transição*. Rio de Janeiro: BNDES, 2010.

RESENDE, Marco Flávio da Cunha. O circuito finance-investimento-poupança-funding em economias abertas. *Revista de Economia Política*. Vol.28 no.1 São Paulo Jan/Mar.2008

RESENDE, Marco Flávio da Cunha. O padrão dos ciclos de crescimento da economia brasileira: 1947-2003. *Economia e Sociedade*, Campinas. Vol.14 no.1 p. 25-55. Jan/Jun.2005

SANT'ANNA, André Albuquerque. Mercado de capitais: evolução recente e financiamento das empresas brasileiras no período 2004-2006. *XI Jornadas de Economia Crítica*. 2008.

STUDART, Rogério. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. *Revista de Economia Política*, vol.13, no.1. Jan/Mar. 1993.

ZONENSCHAIN, Claudia N. *Estrutura de capital das empresas no Brasil*. BNDES/PNUD.1998. mimeo 2002.

ZYSMAN, John. *Governments, markets, and growth: financial systems and the politics of industrial change*. London: Cornell University Press, 1983.