

Estrutura de Capital das Empresas no Brasil

CLAUDIA NESSI ZONENSCHAIN*

RESUMO Considerando a importância do estudo das relações entre o desenvolvimento do sistema financeiro, a estrutura de capital das empresas e o crescimento econômico do país, buscou-se analisar o padrão de financiamento das empresas do Brasil no período 1989/96. Utilizou-se uma metodologia proposta pela International Finance Corporation, que se mostrou problemática para o tratamento dos dados de países com inflação elevada, mudanças importantes de legislação e grande tolerância à sonegação fiscal. A impossibilidade de agregar à amostra empresas de capital fechado criou um viés adicional nos resultados. Este artigo apresenta o estudo empírico realizado e discute os problemas identificados.

ABSTRACT *In view of the significance of the research of the relationships between the development of the financial system, the capital structure of companies and economic growth in the country, the paper seeks to analyze the financing standards of Brazilian companies between 1989 and 1996. A methodology proposed by the International Finance Corporation was used, which proved to be problematic for treating data from countries with high inflation, significant legislative changes and a high tolerance for tax evasion. The impossibility of adding closed-capital companies to the sample resulted in a new aspect being introduced to the result. This paper presents the empirical study and discusses the problems identified.*

* Economista do Convênio BNDES/Pnud (nessi@visualnet.com.br). A autora agradece a orientação e os comentários de Maurício Mesquita Moreira a diversas versões deste trabalho, bem como a Raul Bruckman e a William George Lopes Saab pela ajuda na interpretação da metodologia e dos resultados, eximindo-os, no entanto, de qualquer responsabilidade pelos erros eventualmente remanescentes.

1. Introdução

A discussão a respeito da relação entre o desenvolvimento do sistema financeiro, a estrutura de capital das empresas e o crescimento econômico assume grande importância para o caso brasileiro em face das transformações ocorridas no seu ambiente macroeconômico desde o início da década de 90, envolvendo a abertura comercial, a liberalização cambial e a estabilização da moeda. Independente do papel que o Estado venha a assumir na condução da economia brasileira nos próximos anos, existe espaço para que políticas públicas atuem no sentido de fomentar estruturas e regras de funcionamento do sistema financeiro que sejam mais favoráveis à realização de investimentos por parte das empresas e ao crescimento de longo prazo.

Nesse sentido, decidiu-se iniciar uma pesquisa sobre os padrões de financiamento das empresas instaladas no Brasil, utilizando uma metodologia proposta pela International Finance Corporation [Singh (1995) e Singh e Hamid (1992)]. Os resultados encontrados indicam uma participação elevada do autofinanciamento como fonte de recursos para as empresas brasileiras em vários dos anos estudados e uma participação elevada do recurso a emissões como fonte de financiamento na média do período (1989/96).

No primeiro caso, os resultados são consistentes com o porte reduzido da maior parte das empresas brasileiras, ou seja, o fato de que elas se utilizem em grande medida de capital próprio para financiar seus investimentos constituiria parte da explicação para o seu porte reduzido. Com relação às emissões, não se esperaria encontrar uma participação muito expressiva desta modalidade, dado o caráter incipiente dos mercados brasileiros (tanto primário quanto secundário), e provavelmente estes resultados estão relacionados a problemas com a amostra e a metodologia. Finalmente, pelo que se conhece do processo de crescimento brasileiro, seria razoável esperar que o recurso a endividamento junto ao setor bancário fosse uma alternativa utilizada pelas empresas em maior grau do que os dados indicam.

As principais conclusões do artigo são que os resultados encontrados teriam sido sensivelmente afetados por características da metodologia adotada, pela forte sonegação fiscal em todo o período estudado, pelos impactos da inflação sobre os dados, mesmo após a estabilidade da moeda, e pela composição da amostra disponível.

Este artigo apresenta os resultados desta etapa da pesquisa e, como foram encontrados diversos problemas associados à metodologia utilizada, procura explicar estas dificuldades e mapear os esforços que seriam necessários para permitir um tratamento mais adequado das informações sobre este tema.

Após esta introdução, na Seção 2 faz-se uma breve resenha da literatura e discute-se a idéia de que existe uma estrutura ótima de capital para a empresa, do ponto de vista da maximização das taxas de crescimento econômico. São também confrontados os modelos de sistema financeiro baseado em crédito e em mercado e relacionados os fatores identificados na literatura que determinam as decisões das empresas com relação à sua estrutura de capital. As políticas governamentais, na medida em que afetem algum destes fatores, podem influenciar as decisões de financiamento das empresas e a taxa de crescimento econômico. A Seção 3 apresenta a metodologia utilizada para analisar a evolução da estrutura de capital das empresas no Brasil após 1990, enquanto a Seção 4 expõe os resultados obtidos e apresenta os problemas identificados, os quais são retomados na Seção 5, destinada às conclusões. A complexidade do tema e a dificuldade de proceder à análise empírica de forma apropriada fazem com que este artigo deva ser encarado como etapa inicial de um projeto de pesquisa.

2. Existe uma Estrutura de Capital Ótima?

A idéia de que o padrão de financiamento das empresas não afeta de forma alguma o nível de investimento e a taxa de crescimento econômico tem em Modigliani e Miller seus principais defensores. Segundo o teorema da irrelevância, todo projeto viável do ponto de vista econômico seria também viável do ponto de vista financeiro [Modigliani e Miller (1958)].

Considerando que *a)* a oferta de fundos é infinitamente elástica, *b)* existe perfeita simetria de informação na avaliação dos retornos dos projetos de investimento entre os agentes que emprestam e os que demandam recursos financeiros, *c)* as características do mercado de ações e dos acionistas permitem sempre captar recursos através da emissão de novas ações e *d)* a estrutura de capital das empresas não impõe restrições à utilização das várias fontes de financiamento, a conclusão dos autores é que uma empresa jamais se defrontaria com problemas para financiar projetos cuja expectativa de retorno seja compensadora.

O teorema de Modigliani-Miller sugere uma dicotomia entre as finanças e a "economia real". O crescimento da empresa e suas decisões de investimento seriam ditados estritamente por variáveis "reais" como a demanda,

a produtividade, o progresso técnico e os preços relativos dos fatores produtivos. O financiamento, nesse contexto, constituiria uma variável “passiva”, que simplesmente facilitaria a realização do investimento – jamais o condicionaria.¹

A idéia da irrelevância começou a ser contestada a partir da contribuição dos autores da chamada visão tradicional, para os quais a disponibilidade de um padrão de financiamento adequado afeta as decisões de investimento da empresa. Portanto, o nível global de investimento na economia não é independente do padrão de financiamento adotado pelas empresas. De acordo com a *pecking order theory of finance*, as firmas preferem sempre recursos próprios a recursos de terceiros e, quando estes últimos se tornam necessários, recorrerão sempre primeiro ao endividamento e depois à emissão de ações. Ao contrário da análise de Modigliani e Miller, para esta corrente a estrutura de capital da empresa e sua política de dividendos são aspectos que influenciam diretamente a formação dos preços das ações pelo mercado, o que confirmaria a não-neutralidade do padrão de financiamento adotado.²

A partir das contribuições iniciais da visão tradicional, uma série de autores incorporou suposições a respeito do funcionamento real do mercado financeiro, tais como o impacto dos impostos, o custo de falência e a possibilidade de ocorrência de *takeover*, reforçando o argumento de que o padrão de financiamento da empresa afeta o seu nível de investimento e, em consequência, a taxa de crescimento da economia.

Nessa visão, as empresas procurarão sempre uma estrutura de capital “ótima”, que minimize ao mesmo tempo os seus custos e riscos. Quanto maiores as vantagens de custo associadas ao nível corrente das taxas de juros e dos impostos, maior a tendência ao uso de endividamento, ocorrendo o inverso quanto maior o risco de falência. O resultado será uma relação endividamento/emissão ótima para a firma.

O argumento de que existe uma estrutura de capital ótima para as empresas é reforçado com o reconhecimento dos problemas do agente principal

1 Ainda no campo da teoria da irrelevância, Levine e Zervos (1996) destacam autores importantes da área de desenvolvimento econômico que sequer mencionam a questão dos padrões de financiamento, como, por exemplo, Stern (1989) e Meier e Seers (1984). Outros exemplos, também citados em Levine e Zervos (1996), são os trabalhos de Lucas (1988), para quem os economistas geralmente exageram o papel do sistema financeiro para o desenvolvimento econômico, e de Robinson (1952), que é mais radical e acredita que o desenvolvimento do sistema financeiro simplesmente responde ao desenvolvimento do setor “real” da economia.

2 Ver Myers (1984) e as seguintes referências contidas em Singh (1993): Danaldson (1961), Myers (1985) e Fazzari, Hubbard e Peterson (1988).

(*principal agent*), assimetria de informações, problemas de seleção adversa, *moral hazard*, custos de agenciamento e custos de transação.³ Stiglitz (1989) discute essas falhas dos mercados de capitais e argumenta que nos países menos desenvolvidos seus impactos sobre a economia "real" tendem a ser mais acentuados do que nos mais avançados, porque nos primeiros as instituições e o governo encontram-se menos aptos para lidar com essas falhas de mercado, resultando em menor disponibilidade de capital para as empresas e menor crescimento da produtividade.

Zysman (1983) elabora uma tipologia para mostrar que o modelo de sistema financeiro presente em cada país, que favorece determinadas estruturas de capital das empresas, condiciona processos distintos de ajustamento e reestruturação dos países e origina resultados econômicos diferenciados. O autor destaca três tipos de sistema financeiro:

a) O primeiro é baseado em mercados de capitais, com os recursos alocados por intermédio dos preços, formados em mercados competitivos. Nesse modelo, os bancos/instituições financeiras e as empresas relacionam-se basicamente através dos mercados de capitais e de empréstimos de curto prazo. Ao invés de investirem em companhias específicas, os bancos/instituições financeiras administram portfólios, procurando maximizar seu retorno e diversificar o risco. O investidor trabalha com um horizonte de curto prazo, com foco no retorno sobre os dividendos e sobre o capital. Os mercados secundários mais desenvolvidos permitem para o investidor um caminho de fuga relativamente simples, caracterizando um padrão de atuação no estilo do que Hirschman (1970) chamou de *exit*.

b) O segundo modelo é baseado no crédito, com os preços cruciais fixados pelo governo. Os empréstimos de longo prazo tornam mais estreitas as relações entre os bancos e as instituições financeiras, de um lado, e as empresas, de outro. Ao contrário do modelo anterior, em uma situação de dificuldade da empresa os credores tendem a reagir aumentando o grau de controle exercido sobre a mesma e procurando monitorá-la mais de perto, caracterizando a alternativa de *voice* descrita por Hirschman (1970).

c) O terceiro modelo seria também baseado em crédito, porém com os preços fixados pelas grandes instituições financeiras com grande poder de mercado.

No primeiro caso, a atuação do governo é bastante limitada. O Estado regulamenta, mas os custos e benefícios são determinados, fundamen-

3 Ver Myers (1977 e 1984) e, também, Fazzari, Hubbard e Peterson (1988), Myers e Majluf (1984) e Myers (1985), todos referidos em Singh (1993).

talmente, pelo mercado. O sistema financeiro é o veículo que aloca os recursos entre usos alternativos, com bastante autonomia em relação ao governo. Quando é necessário intervir, em geral o governo encontra muita dificuldade, como no exemplo da Inglaterra descrito por Zysman. Os Estados Unidos seriam um exemplo de "sucesso" deste modelo.

O segundo modelo de sistema financeiro facilita a presença do governo, criando um contexto favorável para a sua atuação direta. Assim, este pode favorecer determinados setores ou mesmo empresas, seja por meio de políticas creditícias, fiscais ou outras. França e Japão seriam dois bons exemplos.

O terceiro modelo assemelha-se ao primeiro. As instituições financeiras exercem influência sobre as empresas através dos mercados. As finanças cumprem papel importante e as instituições financeiras operam como aliadas potenciais do governo como base para a formação de barganhas sociais. Este seria o modelo presente na Alemanha e, principalmente, na Suécia.

Em seu estudo, Zysman observa que, nos países em que os mercados de capitais surgiram para financiar o desenvolvimento industrial, os empréstimos bancários limitam-se a usos de curto prazo. Assim, as empresas com planos de investimento de longo prazo utilizam recursos próprios e emitem ações, e o recurso a empréstimos bancários é utilizado somente para o curto prazo. Nos países em que os mercados de capitais não se desenvolveram de forma adequada e confiável, surgiram bancos e instituições financeiras especializadas para preencher esta lacuna.

A questão que se coloca, entretanto, é a seguinte: que política seria mais adequada para estimular o crescimento e o desenvolvimento nos países em que o mercado de capitais ainda não se desenvolveu plenamente?; quais os prós e os contras da atuação do mercado de capitais?; e que modelo seria mais dinâmico para esses países, aquele baseado em crédito ou em mercado?

O próprio autor nos fornece elementos para pensar a respeito dessa questão. Do ponto de vista de quem busca recursos para investir, o modelo baseado em crédito representa uma segurança porque a atuação do credor em períodos difíceis será mais de *voice* do que de *exit*. Ocorre uma perda de liquidez por parte do credor que pode ser a contrapartida necessária para que o devedor se recupere financeiramente. Por outro lado, quanto maior a dependência das empresas em relação aos empréstimos, maior a influência destas instituições e, como os empréstimos têm um valor definido que deve ser pago necessariamente (diferente do retorno sobre uma ação, sob a forma de dividendos), as empresas tornam-se mais vulneráveis a crises econômicas.

Segundo Zysman, as empresas em geral só buscam empréstimos bancários de longo prazo quando o seu crescimento excede o capital que elas podem obter dos lucros retidos mais emissões, motivo pelo qual os sistemas baseados em crédito tendem a ser relacionados com experiências de crescimento tardio e acelerado e, com muita frequência, com apoio do Estado. Isso é coerente com a constatação de que, do ponto de vista macroeconômico, o modelo baseado em crédito é mais favorável à interferência do Estado, que pode utilizar-se do sistema financeiro como instrumento de política industrial e econômica.

Uma das principais vantagens dos sistemas baseados em mercado é a possibilidade de que o investimento de longo prazo seja realizado sem que o investidor tenha de reter o título ou a ação por todo o período do investimento. A liquidez resultante, por um lado, amplia a oferta de capital para novos investimentos e, por outro, diminui o horizonte total do investimento, podendo dificultar a realização de projetos com retorno de mais longo prazo e gerar maior volatilidade do capital, prejudicando o investimento.

Nas economias em que há um mercado secundário desenvolvido e dinâmico, este contribui para definir o preço que norteia a emissão primária. Se o mercado, em tese, funciona perfeitamente, a formação de preços permitirá uma alocação ótima dos recursos. Entretanto, se o Estado precisar atuar de forma direta em algum momento, encontrará as instituições financeiras como potenciais rivais e avessas à interferência.

De forma mais sistematizada, os argumentos favoráveis ao modelo baseado em mercado poderiam ser assim relacionados:

1) Poupança – O mercado de ações reduz o custo de mobilização de poupança e com isso facilita o investimento em tecnologias mais produtivas, que exigem escala e maior injeção de capital.⁴

2) Liquidez – A liquidez do mercado de ações facilita o investimento porque o agente que compra a ação não precisa retê-la por todo o período do investimento e, ao mesmo tempo, a empresa consegue se financiar através da emissão. Existe, nesse caso, redução do custo e do risco, viabilizando o investimento em projetos com longo prazo de maturação.⁵

4 Segundo Greenwood e Smith (forthcoming), referência contida em Levine e Zervos (1996).

5 Bencivenga, Smith e Starr (1996) e, também, Levine (1991), citado em Levine e Zervos (1996).

3) Informações – O movimento de compra e venda no mercado requer que os investidores empreendam esforços para obter informações sobre as empresas, o que facilita o seu monitoramento por parte dos investidores e, também, dos credores, que se beneficiam de parte das informações disponibilizadas, promovendo melhor alocação dos recursos e o crescimento econômico.⁶

4) *Corporate control* – O funcionamento eficiente do mercado de ações reduz o problema do agente principal, estimula o *corporate control*, facilita a compatibilização entre os interesses dos administradores e dos proprietários, à medida que a remuneração dos primeiros pode ser atrelada à *performance* das ações da empresa.⁷

5) *Takeover* – O desafio do *takeover* pode induzir os administradores a maximizarem o preço das ações da empresa para se defenderem.⁸

6) Diluição do risco – A diluição do risco entre países, quando o mercado de ações é integrado internacionalmente, favorece a alocação de recursos e pode acelerar a taxa de crescimento econômico. Com a diversificação do risco, tornam-se viáveis projetos que são mais arriscados, mas que, ao mesmo tempo, possuem taxas de retorno mais elevadas.⁹

De forma análoga, é possível listar os seguintes argumentos favoráveis aos modelos baseados em crédito, em detrimento daqueles baseados em mercado:

1) A possibilidade de diluir o risco internacionalmente em mercados financeiros integrados pode reduzir as taxas globais de poupança e de crescimento econômico. As taxas de poupança podem ser reduzidas em decorrência da redução das incertezas gerada pela liquidez do mercado de ações.¹⁰

2) Liquidez – A liquidez do mercado de ações não provê incentivo para que se possa despendar recursos na aquisição de informações sobre as empresas, nem para que se exerça *corporate governance*, porque o próprio mercado de ações revela informações sobre as empresas através do mecanismo de

6 Kyle (1984), Holmstrom e Tirole (1993) e Grossman e Stiglitz (1980), todos referidos em Levine e Zervos (1996).

7 Diamond e Verrecchia (1982) e Jensen e Murphy (1990), referências de Levine e Zervos (1996).

8 Segundo Laffont e Tirole (1988) e Scharfstein (1988), citados em Levine e Zervos (1996).

9 Obstfeld (1994), Saint-Paul (1992) e Devereaux e Smith (1994), todos referidos em Levine e Zervos (1996).

10 Devereaux e Smith (1994) e Bencivenga e Smith (1991), referidos em Levine e Zervos (1996).

preços.¹¹ Ademais, a liquidez, que é vista como uma virtude para o acionista, pode ser um aspecto negativo para a empresa que emite ações, porque está associada a um horizonte de mais curto prazo para o investidor.

3) *Corporate governance* – O desenvolvimento do mercado de ações conduz a uma maior pulverização na propriedade das ações, o que dificulta a efetiva *corporate governance*.¹²

4) *Takeover* – Existe a possibilidade de ocorrência de *takeover* contraprodutivo em decorrência do desenvolvimento do mercado de ações, o que pode comprometer as taxas de crescimento econômico. Ao simplificar os *takeovers*, o desenvolvimento do mercado de ações pode induzir a perdas de bem-estar para proprietários e administradores.¹³

Diversos autores, na linha de Zysman (1983), relacionam modelos de sistema financeiro a tipos distintos de estruturas de mercado, estratégias e desempenho econômico, associando o menor dinamismo das indústrias americana e inglesa ao padrão de financiamento das empresas nestes países, fortemente baseado em emissão de ações, comparado com o modelo japonês e alemão, em que as empresas apresentam relação endividamento/emissão significativamente mais elevada.¹⁴

A idéia é que nesses países as empresas operam com maior alavancagem financeira, viabilizando uma taxa mais elevada de investimento. O risco que se poderia criar com esta situação é reduzido pelo estabelecimento de relações estreitas entre empresas e credores. Os bancos são acionistas das empresas, o que os leva a se preocuparem com o seu desempenho e a preferirem uma política de dividendos estáveis para se beneficiarem com o retorno sobre dividendos com maior ênfase do que com os ganhos decorrentes da valorização das ações.

5) Horizonte de investimento – Sistemas financeiros baseados em mercados de ações conduzem a uma perspectiva de mais curto prazo para as decisões de investimento, diminuindo a probabilidade de que sejam realizados projetos com prazo de retorno mais longo ou que envolvam algum grau de risco.

11 Stiglitz (1985 e 1994), conforme citação em Levine e Zervos (1996).

12 Segundo Shleifer e Vishny (1986) e Bhidé (1993), citados em Levine e Zervos (1996).

13 Shleifer e Summers (1988), em Levine e Zervos (1996).

14 Cosh, Hugges e Singh (1989?), Frank e Mayer (1990) e Berger et alii (1989), todos referências de Singh (1993).

6) Retorno sobre o investimento (ROI) – Muitas vezes nos mercados anglo-saxões o comportamento dos juros é tal que o custo de oportunidade é muito elevado e supera o retorno sobre o investimento de diversos projetos. Em decorrência disto, uma série de oportunidades não é aproveitada.

7) Alavancagem financeira – As empresas do Japão e da Alemanha, por possuírem grau mais elevado de alavancagem financeira, muitas vezes beneficiam-se de políticas governamentais que reduzem as taxas de juros e trabalham com retornos menores (o que é possível também por causa do custo inferior do capital nestes países), e o volume de investimento acaba sendo muito mais elevado, o que favorece a competitividade destes países. O custo inferior do capital com que se defrontam as empresas japonesas e alemãs favorece sua competitividade porque podem repassar aos preços o custo inferior, ou podem utilizar o diferencial para investir em tecnologia e qualidade. Ao ampliar sua posição no mercado, a empresa estará alimentando um “círculo virtuoso”. O retorno sobre o investimento mais baixo verificado no Japão e na Alemanha indica que estes países de fato transferem ganhos para o consumidor.

8) Competitividade – Nos Estados Unidos, os administradores estão muito mais preocupados em maximizar a renda dos acionistas do que em incrementar a competitividade da empresa, o que os leva a prestar pouca atenção à esfera produtiva.

9) Informações – Em um sistema baseado em bancos, estes têm mais incentivo para despendere recursos para adquirir informações e têm mais incentivo e capacidade para sujeitar os administradores a uma supervisão rigorosa.

10) Volatilidade – Segundo Singh (1993), os mercados de ações incipientes, de países nos quais não há sistema regulatório apropriado, padrões contábeis, informações públicas a respeito do desempenho das empresas etc., são caracterizados por elevado grau de volatilidade. Os preços no mercado de ações tendem a flutuar mais do que outras variáveis econômicas. Nesse caso, os preços das ações tornam-se menos úteis como indicadores para a alocação de recursos.

A avaliação dos prós e contras dos dois modelos não chega a ser conclusiva, principalmente porque o desempenho dos países que adotam cada um dos modelos não é uniforme ao longo do tempo. O caso recente mais evidente é a crise financeira iniciada em países do Leste Asiático, atribuída pela maior parte dos analistas ao excesso de alavancagem financeira presente nessas economias, fruto do seu padrão de financiamento (baseado em crédito).

Assim, o modelo de financiamento que permitiu que uma série de países obtivesse taxas de crescimento elevadas por muitos anos seguidos – e com isso financiou forte desenvolvimento tecnológico e socioeconômico – trouxe consigo a instabilidade financeira que mais tarde faria com que o próprio modelo de financiamento fosse contestado.

É evidente que o padrão de financiamento adotado a partir dos anos 60 em países como a Coreia do Sul não foi o único responsável pelo sucesso da industrialização tardia destes países, mas também não se pode negar a sua importância. Por outro lado, o próprio sistema não foi capaz de criar mecanismos que reduzissem a instabilidade (vulnerabilidade) financeira e viabilizassem a continuidade do padrão de financiamento no longo prazo.

A questão macroeconômica de qual o modelo mais eficiente de sistema financeiro para promover o desenvolvimento econômico não pode ser desassociada da abordagem microeconômica dos fatores que definem as escolhas das empresas com relação à sua estrutura de capital. A análise da literatura indica os seguintes elementos, relacionados diretamente com a empresa ou o ambiente macroeconômico/institucional:

1) Valor colateral dos ativos – As empresas que possuem ativos que podem ser utilizados como colaterais provavelmente conseguirão obter empréstimos em condições mais favoráveis que as demais e por isso tendem a utilizar mais endividamento do que emissão, para se aproveitarem desta vantagem. Por outro lado, as empresas com ativos menos colateralizáveis são induzidas pelo controlador a escolher níveis mais elevados de endividamento em relação a emissões para facilitar e reduzir o custo do monitoramento, limitando o consumo indevido de benefícios por parte dos administradores, mesmo se as condições de acesso a empréstimos bancários forem menos favoráveis do que aquelas com que se defrontam as empresas que podem colateralizar suas dívidas.

2) Taxa de crescimento da firma – As empresas controladas por acionistas tendem a investir abaixo do nível ótimo para se apropriar de recursos dos detentores de títulos, o que gera a necessidade de monitorá-las. No caso das indústrias com crescimento acelerado, o custo de monitoramento pode ser maior porque as empresas possuem maior flexibilidade para escolher seu investimento futuro. Por isso, o crescimento futuro esperado da indústria é negativamente relacionado com o nível de endividamento de longo prazo da empresa.

3) Grau de especificidade do produto – A decisão de liquidação de uma empresa sempre implica custos para os agentes que de alguma forma com

ela interagem. Estes custos são relevantes para as decisões da empresa a respeito da forma que escolherão para se financiar. Os consumidores, fornecedores e empregados das empresas que fabricam produtos específicos sofrem custos maiores no caso de liquidação. Os consumidores podem não encontrar outros fornecedores equivalentes (ou podem aumentar o grau de monopólio dos demais fornecedores), os fornecedores podem não encontrar outras empresas para as quais venderem seus produtos, provavelmente também específicos, e os empregados provavelmente possuem habilidades específicas que podem não corresponder exatamente àquelas demandadas por outras empresas. Por estes motivos, como o endividamento está associado a um maior risco de falência, quanto maior o grau de especificidade do produto, menor o uso de endividamento.¹⁵

4) Setor da indústria – Este aspecto guarda estreita ligação com o anterior, já que em determinados setores da indústria os produtos podem ser mais específicos do que em outros, levando as empresas a se utilizarem proporcionalmente menos de endividamento. A distinção entre os dois fatores, entretanto, é importante para permitir identificar as situações em que um produto é específico e aquelas em que a especificidade decorre de um determinado padrão setorial.¹⁶

5) Tamanho da empresa – O custo de falência é proporcionalmente maior para empresas menores. As maiores tendem a ser mais diversificadas e menos inclinadas à falência e, assim, têm maior propensão a serem substancialmente mais alavancadas do que as menores. Os custos de emissão de ações e de endividamento de longo prazo para as empresas de menor porte também são muito maiores do que para as grandes. Como resultado, as empresas menores utilizam-se em maior proporção de endividamento de curto prazo.

6) Volatilidade dos lucros – Quanto maior a volatilidade do lucro, menor o nível de endividamento ótimo.

7) Lucratividade da empresa – De acordo com a *pecking order theory of firm*, as empresas procurarão sempre se financiar primeiro com os lucros retidos e depois com recursos externos. Nesse caso, quanto maior a lucratividade da empresa no período anterior, maior a possibilidade de que ela se financie através dos lucros retidos.

15 Titman (1984), citado em Singh (1993).

16 Idem.

8) Impostos – A estrutura e o valor dos impostos desempenham papel importante na definição da estrutura de capital das empresas, na medida em que conduzem a custos diferenciados para cada fonte alternativa de capital. Políticas que alteram o custo de oportunidade dos fundos, a taxa de retorno real da poupança, os impostos sobre taxas de juros e dividendos, os subsídios etc. também afetam a estrutura de capital das empresas.

9) Estabilidade – A inflação afeta o custo de oportunidade dos fundos para quem toma empréstimos. Quanto maior a inflação, menor o recurso à emissão de ações. A estabilidade monetária, portanto, favorece o uso de emissão.

10) Desenvolvimento do sistema financeiro – Conforme discutido anteriormente, tanto o grau de desenvolvimento do sistema financeiro como o modelo próprio de cada país condicionará a estrutura de capital das empresas.

3. Metodologia

A análise dos padrões de financiamento das empresas de um país pode ser feita a partir de duas fontes alternativas de informações: dados agregados das instituições do sistema financeiro, incluindo bolsas de valores, bancos, órgãos controladores etc. (a análise de fluxo de fundos), ou informações agregadas de balanços de empresas. Os dois métodos apresentam vantagens e desvantagens: no primeiro, a disponibilidade e a abrangência das informações seria maior, mas ocorrem muitas inconsistências entre dados de diferentes fontes e mesmo entre dados da mesma fonte para anos diferentes; no segundo, o problema de inconsistência tende a ser menor, embora a abrangência também seja menor.

Neste estudo optou-se pelo segundo método, conforme proposto em Singh e Hamid (1992), trabalho que, ampliado em 1995 em relação ao número de países e ao tamanho das amostras de cada país, investiga o comportamento de quatro grupos de variáveis: *a*) tamanho da firma e medidas de performance; *b*) forma de financiamento dos investimentos pelas empresas (taxa de retenção, autofinanciamento e financiamento externo, via endividamento e via emissões); *c*) estrutura do capital (medidas de estoque e de alavancagem); e, finalmente, *d*) comportamento dos preços no mercado acionário e do retorno dos dividendos.

Em uma primeira etapa, calculamos somente as variáveis do segundo grupo. Em virtude das dificuldades encontradas, que constituem o objeto básico da presente seção, optou-se por mapear os problemas referentes ao tratamento

das informações com base na metodologia adotada e deixar para um artigo posterior a investigação dos demais grupos de variáveis.

A amostra constituiu-se das 216 empresas de capital aberto da indústria de transformação mais negociadas em bolsa de valores. As informações foram obtidas da base de dados da empresa Economática. A distribuição setorial das empresas é: Alimentos (23); Autopeças (12); Bebidas (8); Brinquedos (2); Cimento (3); Couro (3); Diversos (9); Eletrônica (7); Eletrodomésticos (6); Fertilizantes (11); Mecânica (9); Madeira (4); Material de Transporte (8); Metalurgia (22); Papel e Celulose (8); Petroquímica (25); Química (7); Siderurgia (10); Têxtil (25); Outros (14).

A receita líquida total das 216 empresas em 1996 (R\$ 126 bilhões) corresponde a 24% do valor da produção da indústria de transformação neste ano (R\$ 523,6 bilhões) [Fonte: Sistema de Contas Nacionais/Decna/IBGE (1996)].

Os três indicadores foram calculados, para cada firma, a partir das fórmulas abaixo, sendo em seguida calculadas as médias para o conjunto das empresas:

Autofinanciamento do crescimento:

$$\frac{\sum_{p+1}^m (\text{lucro líquido} - \text{dividendos})}{\sum_{p+1}^m \Delta (\text{ativo total} - \text{passivo circulante})}$$

Financiamento externo do crescimento (endividamento):

$$\frac{\sum_{p+1}^m \Delta \text{ exigível a longo prazo}}{\sum_{p+1}^m \Delta (\text{ativo total} - \text{passivo circulante})}$$

Financiamento externo do crescimento (emissão):

I – autofinanciamento – endividamento

onde: m = último ano do período;
 p = primeiro ano do período.

Para cada ano foi calculada a média móvel trienal e, em seguida, a média do período 1989/96, utilizando estritamente a fórmula acima.

Para garantir a consistência dos resultados, o estudo propõe os seguintes critérios para rejeição de dados, que foram adotados neste trabalho:

- autofinanciamento e endividamento: excluir os indicadores inferiores a -100% e superiores a +200%; e
- emissão: excluir os indicadores inferiores a -100% e superiores a +100%.

Foram também eliminadas as empresas de cada ano para as quais não havia dados. O número total de empresas e a distribuição por setor diferem de ano para ano, assim como para o cálculo da média do período inteiro (1989/96), e é sempre inferior ao número de empresas da amostra original (216). Isto se deve ao fato de que para um número significativo de empresas não existem dados disponíveis para todos os anos.

4. Resultados

Os resultados encontrados com esta metodologia para a década de 80 em Singh (1995) confirmam as tendências observadas em Singh e Hamid (1992). As empresas nos países em desenvolvimento financiam seus investimentos com uma ênfase muito maior em fontes externas do que a verificada nos países mais avançados; e, das fontes externas, a emissão de ações assume importância maior do que o endividamento.

O argumento de Singh (1995) é que tem havido forte crescimento do mercado acionário nos países em desenvolvimento desde os anos 80, fortemente relacionado a políticas governamentais e não a forças de mercado. Os programas de privatização adotados desde o início dos anos 80, a crise da dívida, que levou diversos governos a buscarem o incremento do mercado acionário como alternativa para atrair capital estrangeiro sem criar dívida externa, a necessidade de empresas públicas procurarem capitais privados para investimento, a tendência geral à desregulamentação e à globalização dos mercados financeiros e as dificuldades enfrentadas pelas agências internacionais de desenvolvimento explicariam o empenho do governo destes países para promover o desenvolvimento e a liberalização do mercado acionário.

Singh (1995) propõe um conjunto de questões: o crescimento do mercado de ações ocorreu junto com o crescimento do nível global de poupança ou representou somente a substituição de uma forma de poupança por outra?; a alta volatilidade dos preços das ações nos países em desenvolvimento afeta adversamente o investimento agregado destes países?; quão estáveis são os fluxos de capital internacionais para os países receptores?; quais as implicações macroeconômicas e de balanço de pagamentos destes fluxos?; que tipo de ação vem sendo empreendida para controlar o excesso de concentração de mercado em grandes corporações?

Os resultados encontrados nos nossos cálculos para o Brasil para o período 1989/96 confirmam a percepção de Singh de que os países menos desenvolvidos baseiam seu financiamento em emissões em uma proporção mais elevada do que se imaginaria, dado o porte reduzido e o caráter incipiente dos seus mercados acionários, tanto primários como secundários. Esta alternativa atenderia a 48% do financiamento das empresas da nossa amostra para o período 1989/96 e a 37% da amostra de Singh (1995) para o período 1985/91 (Tabelas 1 e 2).

Os dados encontrados por Singh (1995) para a participação do autofinanciamento dentre as fontes utilizadas pelas empresas da sua amostra (46%) seriam facilmente interpretados para o caso brasileiro porque poderiam decorrer do caráter pouco desenvolvido das fontes externas de financiamento, das taxas de juros elevadas praticadas na economia na maior parte do período analisado e da instabilidade gerada pela inflação até 1994. Por outro lado, o recurso ao autofinanciamento em proporções tão elevadas explicaria o porte tão reduzido da maior parte das empresas no país – o uso de fontes internas permitiria às empresas suprirem suas necessidades básicas de financiamento, mas não seria suficiente para que estas evoluíssem para uma escala mais apropriada. Embora nossos cálculos tenham chegado a uma magnitude bem menor que a de Singh para o autofinanciamento (25%), a análise continua válida.

Os resultados dos dois estudos divergem também quanto à percentagem do financiamento das empresas das duas amostras que decorre de endividamento de longo prazo junto a instituições de crédito (6% nos cálculos de Singh e 27% nos nossos cálculos). Os dois valores poderiam corresponder à realidade, considerando as taxas de juros elevadas praticadas no mercado, a instabilidade macroeconômica até 1994 e a crise das instituições de crédito do Estado.

Os cálculos realizados no nosso estudo para a evolução anual (média móvel trienal), entretanto, não se mostram consistentes nem com os resultados de Singh nem com a evolução da economia brasileira no período. Com exceção

do ano de 1989, os dados apresentam um comportamento inteiramente volátil e diferente do que se poderia esperar (Tabelas 1 e 2 e Gráfico 1).

À primeira vista, o crescimento abrupto do recurso ao mercado acionário em 1990 poderia ser interpretado como resultado da política de congelamento dos ativos implementada pelo governo Collor, que durante um determinado período impediu que as empresas se autofinanciassem ou buscassem

TABELA 1

Padrão de Financiamento das Empresas no Brasil – 1989/96

(Em %)

ANO	AUTOFINANCIAMENTO	ENDIVIDAMENTO	EMISSÕES	AMOSTRA (Número de Empresas)
1989/96	25	27	48	97
1989	42	20	38	111
1990	10	13	78	94
1991	14	18	68	92
1992	21	15	64	85
1993	55	22	23	128
1994	58	23	19	135
1995	53	28	19	104
1996	58	38	4	88

Fonte: *Econômica*; elaboração própria.

GRÁFICO 1

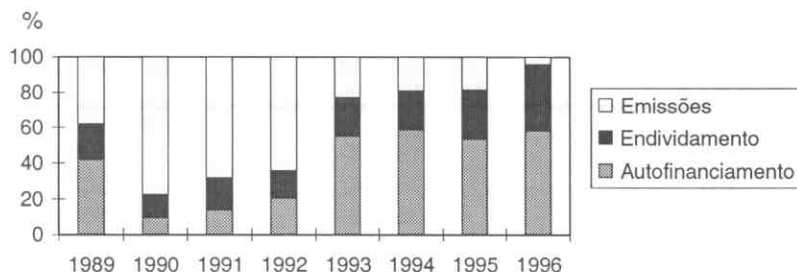
Padrão de Financiamento das Empresas no Brasil – 1989/96

TABELA 2

Padrões de Financiamento em Países Selecionados

(Em %)

PAÍS	AUTOFINANCIAMENTO	ENDIVIDAMENTO	EMISSIONES	AMOSTRA	PERÍODO
Brasil	46	6	37	100	1985/91
Coréia	16	30	47	100	1980/90
Paquistão	68	24	5	100	1980/88
Jordânia	55	6	26	38	1980/90
Tailândia	15	nd	nd	67	1983/90
México	23	1	65	100	1984/90
Índia	38	39	16	100	1980/90
Turquia	13	17	67	45	1982/90
Malásia	30	12	48	100	1983/90
Zimbabwe	57	0	43	48	1980/88
Total	32	16	41	-	-

Fonte: Singh (1995).

recursos no setor bancário e as obrigou a recorrer ao mercado acionário. Entretanto, exatamente neste ano ocorre uma redução brusca do volume negociado na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo, a principal do país, e do Ibovespa, que reflete o comportamento dos preços das ações nessa mesma Bolsa (Tabela 3).

Os Gráficos 2 e 3 evidenciam a falta de correlação entre o comportamento do mercado secundário (em termos de volume negociado e preço) e o indicador de financiamento através de emissões para os anos seguintes.

TABELA 3

Volume Negociado na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo e Ibovespa – 1989/96

(Média Mensal)

ANO	VOLUME NEGOCIADO (Em R\$ Milhões)	IBOVESPA
1989	1.652.917	24.154
1990	418.244	9.904
1991	879.784	1.328
1992	2.023.469	2.593
1993	3.743.729	2.939
1994	6.856.866	4.450
1995	4.514.594	3.304
1996	6.264.176	4.475

Fonte: Macrométrica. Deflator: IGP-DI (agosto de 1994 = 100).

Examinando com mais cuidado, percebe-se que este período corresponde exatamente à vigência da Lei 8.200/91, que permitiu às empresas corrigirem seus dados de balanço por um índice apropriado de inflação (o IPC), após terem sido obrigadas a corrigir seus balanços por indicadores bem inferiores à inflação vigente (o BTN fiscal, extinto em 1991). A lei permitia ainda que os balanços de 1990 fossem corrigidos *ex-post* e que a diferença apurada fosse deduzida a partir de 1993, em quatro anos, 25% ao ano (o lucro seria

GRÁFICO 2

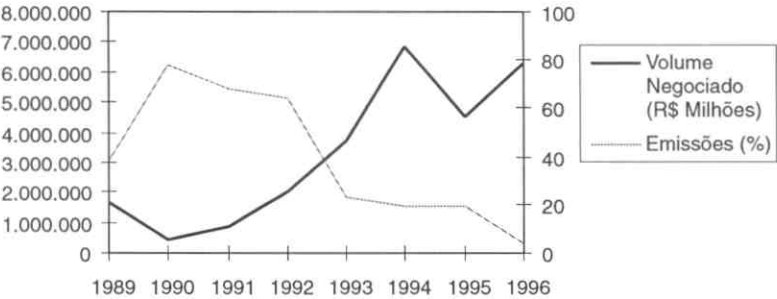
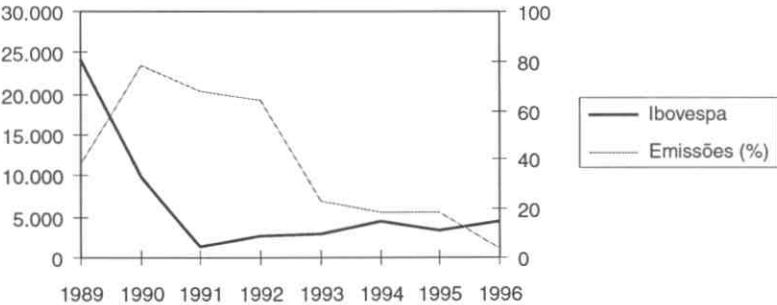


GRÁFICO 3



apurado, mas se permitiria a dedução). Para se ter uma idéia do que esta correção representa, enquanto o BTN fiscal apresentava uma inflação acumulada de 845,12% no ano de 1990, a variação do IPC, no mesmo período, foi de 1.794,72%. Isso explicaria a redução brusca do lucro líquido declarado nos balanços corrigidos de 1990, que resultou em um indicador de autofinanciamento reduzido a partir deste ano, e o crescimento deste mesmo indicador a partir de 1993.

As alterações de tendência verificadas a partir de 1993, com forte redução na participação das emissões e aumento do autofinanciamento, também são difíceis de ser explicadas. Esperar-se-ia que, pelo menos a partir de 1994, a importância das emissões crescesse como resposta ao novo cenário macroeconômico, caracterizado por inflação reduzida e plenamente tolerável, abertura comercial e liberalização crescente dos mercados, inclusive o financeiro. Não conseguimos encontrar uma explicação razoável para a percentagem tão reduzida de emissões em 1996 (4%), *vis-à-vis* os 38% de endividamento, justamente em um período de taxas de juros elevadas e crescentes. De fato, se observamos o comportamento das emissões primárias de ações, vemos que tanto 1994 como 1996 são anos em que o volume de emissões registradas no mercado primário cresce substancialmente (Tabela 4).

A análise do volume total de empréstimos do setor bancário à indústria revela alguma consistência entre esta variável e o comportamento do indicador de endividamento, embora ambos diverjam em diversos períodos da amostra (de 1989 a 1990, de 1991 a 1992 e de 1993 a 1994) (Tabela 5 e Gráfico 4).

Os resultados encontrados foram contrastados com o desempenho da economia no período (Tabela 6 e Gráficos 5, 6 e 7). Embora fosse necessário realizar uma análise estatística muito mais sofisticada para inferir a exis-

TABELA 4

Mercado Primário: Volume de Emissões Registradas de Companhias Abertas em Ações – 1992/96

ANO	VOLUME (Em US\$ Milhões)
1992	943
1993	841
1994	2.591
1995	2.111
1996	9.155

Fonte: CVM, Informativo CVM, diversos números. Deflator: dólar flutuante, cotação de venda ocorrida na data de registro do Banco Central.

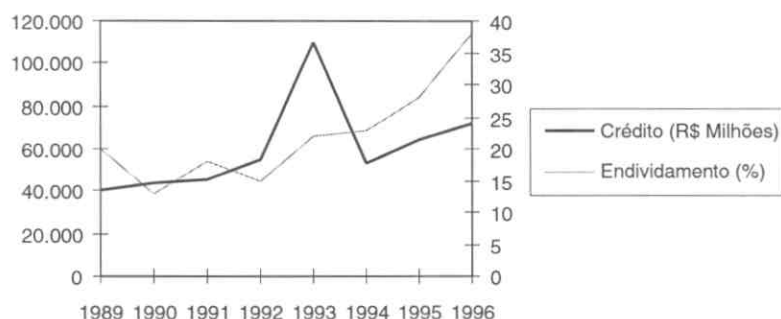
TABELA 5

Total de Empréstimos do Setor Privado à Indústria – 1989/96

ANO	R\$ MILHÕES
1989	40.449
1990	43.312
1991	45.009
1992	55.149
1993	110.071
1994	53.162
1995	63.990
1996	71.730

Fonte: Macrométrica (média do período). Deflator: IGP-DI (agosto de 1994 = 100).

GRÁFICO 4



tência ou não de correlação entre as variáveis, os dados parecem indicar, *grosso modo*, um comportamento tendencial semelhante entre a evolução do PIB e o autofinanciamento e entre a evolução do PIB e o endividamento.

Com relação ao autofinanciamento, uma vez que tanto no estudo de Singh como no nosso os recursos internos parecem consistir em uma fonte muito importante de financiamento para as empresas – ou seja, como as empresas parecem preferir recorrer primeiro a este recurso e somente depois a fontes externas –, faria sentido que o autofinanciamento acompanhasse o comportamento da atividade econômica. Nos períodos em que a economia se apresenta-

TABELA 6

Taxa de Crescimento do PIB no Brasil – 1989/96

ANO	TAXA DE CRESCIMENTO DO PIB (1988 = 100)
1989	103,0
1990	98,9
1991	99,9
1992	99,3
1993	104,2
1994	110,3
1995	115,0
1996	118,2

Fonte: IBGE.

se mais promissora, as empresas provavelmente teriam maior lucratividade e, em consequência, poderiam financiar uma parcela maior de seu investimento com recursos próprios (mesmo que este tipo de comportamento implique o porte reduzido da maior parte das empresas, falta de escala etc).

O argumento acima, por analogia, poderia explicar a aparente falta de correlação entre o desempenho da economia e o recurso das empresas a emissões como forma de financiar os seus investimentos. Entretanto, não serviria para explicar a semelhança entre o comportamento tendencial do PIB e o recurso ao endividamento por parte das empresas. Nesse caso, a

GRÁFICO 5

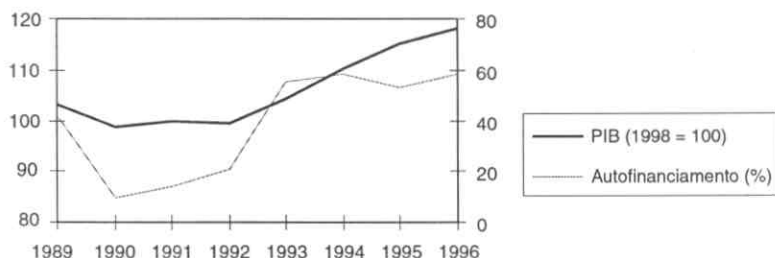


GRÁFICO 6

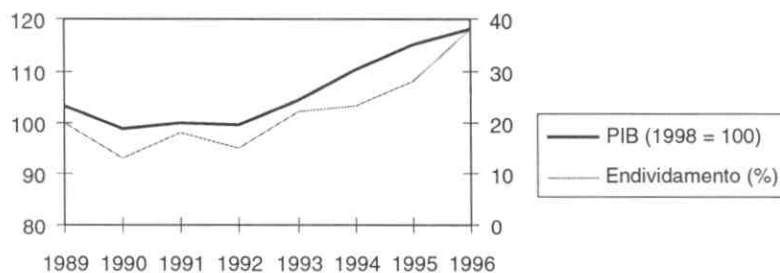
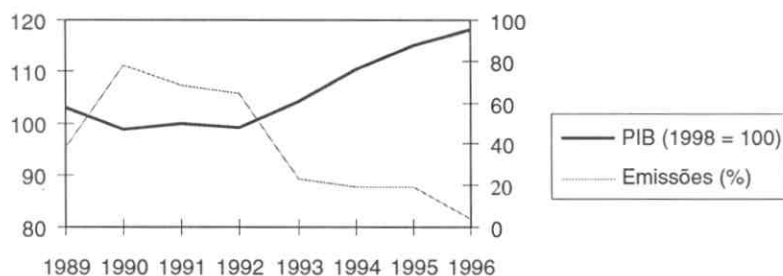


GRÁFICO 7



relação poderia ser explicada em termos das alterações no custo do capital. Assim, períodos de maior crescimento econômico seriam também períodos em que a taxa de juros teria estado menos elevada, favorecendo o uso desta fonte de financiamento.

A relação entre o comportamento dos indicadores e o volume de recursos captados no exterior também não elucida os resultados do presente trabalho.

Supondo-se, por exemplo, que a redução do indicador de emissões em 1996 pudesse estar relacionada ao maior volume de recursos captados externamente, esta relação não ocorreu da mesma forma em 1994, quando o indicador de emissões reduziu-se mas o volume de recursos captados no exterior também se reduziu (Tabela 7).

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 freqüentes 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.¹⁷

Outro problema grave é a sonegação fiscal, que afeta diretamente os indicadores calculados. Quanto menor o lucro líquido assumido pela empresa, menor o autofinanciamento e maior o indicador de emissões, calculado por diferença.

A superação destas dificuldades requer uma investigação que transcende o escopo desta etapa da pesquisa.

É importante notar que as dificuldades identificadas no presente estudo poderiam estar presentes também nos estudos de Singh (1995) e Singh e Hamid (1992), pelo menos para o Brasil. Apesar dos esforços dos autores no sentido de explicar por que os países menos avançados estariam se

TABELA 7

Captação de Recursos Externos pelo Brasil – 1991/96

ANO	VOLUME CAPTADO (Em US\$ Milhões)
1991	1.405
1992	3.445
1993	6.116
1994	4.291
1995	6.813
1996	13.372

Fonte: Aronovich (1997). O autor utilizou o Banco de Dados do Departamento de Captação de Recursos da Área Financeira e Internacional do BNDES, informações da Gazeta Mercantil, da International Financial Review, do Financial Times, do Wall Street Journal e relatórios de diversos bancos.

17 Singh (1995) anuncia que, dentro do projeto de pesquisa da International Finance Corporation, estar-se-ia trabalhando em uma forma para tratamento dos dados em países com alta inflação. Os primeiros estudos, entretanto, não incluíam o caso brasileiro.

utilizando em proporção maior do que os mais desenvolvidos de emissão de ações como uma maneira de financiar seus investimentos desde a década de 80, é possível que estes resultados decorram da metodologia (devido aos aspectos de que tratamos) e da amostra utilizada (os autores trabalham somente com empresas de capital aberto, o que por si só representa um forte viés).¹⁸

5. Conclusões

A decisão de proceder a este estudo decorreu da importância do tema e da ausência de exercícios anteriores que procurassem abordar, em um nível microeconômico, os padrões de financiamento adotados pelas empresas do país.

Entretanto, os exercícios realizados mostraram-se problemáticos, em razão da impossibilidade de controlar os efeitos da inflação, das mudanças de legislação e da sonegação fiscal sobre a fonte de informações utilizada (o balanço das empresas). O problema identificado não se esgota em 1994, ano em que teve início a estabilidade econômica no país, já que, como vimos, a própria Lei 8.200/91 gerou distorções que começaram a aparecer somente a partir de 1993.

Uma vez que estes problemas possam ser solucionados, é necessário também encontrar uma forma para estender a amostra para empresas de capital fechado, já que as empresas de capital aberto não representam de forma apropriada o universo das empresas locais. A principal dificuldade, neste caso, está no fato de que as empresas de capital fechado não eram obrigadas a apresentar balanços com correção integral na época de inflação elevada e, ainda hoje, não precisam disponibilizar seus balanços da mesma forma que as empresas de capital aberto, o que torna os dados indisponíveis.

Apesar das dificuldades encontradas, entretanto, a relevância do tema justifica que se dê continuidade à pesquisa e que se utilize a metodologia alternativa, de análise dos dados agregados (fluxo de fundos), pelo menos como forma de controlar os resultados.

18 No caso do Brasil, foi feito um exercício de amostragem para avaliar a representatividade do conjunto de empresas incluído na amostra. Utilizou-se como referência a publicação "Balanço Anual", da Gazeta Mercantil, definiu-se um nível de corte por setor (acima de determinado porte de empresa) e tomou-se todas as empresas acima desse corte, totalizando cerca de 300. Destas, somente 100 eram de capital aberto e, dentre as empresas de capital aberto assim obtidas, somente 60% coincidiam com a amostra utilizada neste trabalho.

Referências Bibliográficas

- ARONOVICH, S. O custo de captação externa por meio de *bonds*: considerações sobre as recentes experiências de Argentina, Brasil e México. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 4, n. 7, p. 37-62, jun. 1997.
- BENCIVENGA, V. R., SMITH, B. D., STARR, R. M. Equity markets, transactions costs, and capital accumulation: an illustration. *The World Bank Economic Review*, v. 10, n. 2, p. 241-265, May 1996.
- BOYD, J., SMITH, B. The coevolution of the real and financial sectors in the growth process, *The World Bank Economic Review*, v. 10, n. 2, p. 371-396, May 1996.
- BRADLEY, M., JARRELL, G. A., KIM, E. H. On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence. *The Journal of Finance*, v. 39, n. 3, July 1984.
- DEMIRGUÇ-KUNT, A., LEVINE, R. Stock market development and financial intermediaries: stylized facts. *The World Bank Economic Review*, v. 10, n. 2, p. 291-321, May 1996.
- DEMIRGUÇ-KUNT, A., MAKSIMOVIC, V. Stock market development and financing choices of firms. *The World Bank Economic Review*. V. 10, n. 2, p. 341-369, May 1996.
- FILARDO, M. L. R. *Fontes de financiamento das empresas no Brasil*. Rio de Janeiro: BNDES, 1980 (4º Prêmio BNDES de Economia).
- HARRIS, M., RAVIV, A. The theory of capital structure. *Journal of Finance*, v. 46, n. 1, p. 297-355, 1991.
- HIRSCHMAN, A. O. *Exit, voice and loyalty – responses to decline in firms, organizations, and states*. Harvard University Press, 1970.
- HU, Z. *Stock market volatility and corporate investment*. IMF, 1995 (Working Paper, WP/95/102).
- KREGEL, J. Capital flows: globalization of production and financing development. *Unctad Review*, 1994.
- LEVINE, R., ZERVOS, S. Stock market development and long-run growth. *The World Bank Economic Review*, v. 10, n. 2, p. 323-339, May 1996.
- MODIGLIANI, F., MILLER, M. H. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. *American Economic Review*, v. 48, p. 201-297, 1958.
- MYERS, S. C. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, v. 5, p. 147-175, 1977.

- _____. The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, v. 39, 1984.
- SINGH, A. The stock-market and economic development: should developing countries encourage stock-markets? *Unctad Review*, n. 4, 1993.
- _____. *Corporate financial patterns in industrializing economies – a comparative international study*. Washington: International Finance Corporation, 1995 (Technical Paper, 2).
- SINGH, A., HAMID, J. *Corporate financial structures in developing countries*. Washington: International Finance Corporation, 1992 (Technical Paper, 1).
- STIGLITZ, J. E. *Perspectives on economic development – markets, market failure, and development*. AEA Papers and Proceedings, May 1989.
- TITMAN, S., WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, v. 43, n. 1, Mar. 1988.
- ZYSMAN, J. *Government, markets and growth*. Cornell University Press, 1983.

Referências Adicionais

- BENCIVENGA e SMITH. Financial intermediation and endogenous growth. *Review of Economic Studies*, v. 58, n. 2, p. 195-209, Apr. 1991. [Trabalho citado em LEVINE e ZERVOS (1996).]
- BERGER *et alii*. A new industrial America. *Scientific American*, v. 260, n. 6, p. 390-446, 1989. [Trabalho citado em SINGH (1993).]
- BHIDE. The hidden costs of stock market liquidity. *Journal of Financial Economics*, v. 34, p. 31-51, 1993. [Trabalho citado em LEVINE e ZERVOS (1996).]
- COSH, HUGGES e SINGH. Openness financial innovation, changing patterns of ownership, and the changing structure of financial markets. In: BANURI, T., SCHOR, J. B. (eds.). *Financial openness and national autonomy*. Oxford: Clarendon Press, 1989? [Trabalho citado em SINGH (1993).]
- DEVEREAUX e SMITH. International risk sharing and economic growth. *International Economic Review*, v. 35, n. 4, p. 535-550, Aug. 1994. [Trabalho citado em LEVINE e ZERVOS (1996).]
- DIAMOND e VERRECCHIA. Optimal managerial contracts and equilibrium security process. *Journal of Finance*, v. 37, p. 275-287, May 1982. [Trabalho citado em LEVINE e ZERVOS (1996).]

- DONALDSON. *Corporate debt capacity*. Boston Graduate School of Business Research/Harvard University, 1961. [Trabalho citado em SINGH (1993).]
- FAZZARI, HUBBARD e PETERSON. Financial constraints and corporate investment. *Brooking Paper on Economic Activity*, v. 1, 1988. [Trabalho citado em SINGH (1993).]
- FRANK e MAYER. Capital markets and corporate control: a study of France, Germany and the U.K. *Economic Policy*, 1990. [Trabalho citado em SINGH (1993).]
- GREENWOOD e SMITH. Financial markets in development and the development of financial markets. *Journal of Economic Dynamics and Control* (forthcoming). [Trabalho citado em LEVINE e ZERVOS (1996).]
- GROSSMAN e STIGLITZ. On the impossibility of informationally efficient markets. *American Economic Review*, v. 70, p. 393-408, 1980. [Trabalho citado em LEVINE e ZERVOS (1996).]
- HOLMSTROM e TIROLE. Market liquidity and performance monitoring. *Journal of Political Economy*, v. 101, n. 4, p. 678-709, Aug. 1993. [Trabalho citado em LEVINE e ZERVOS (1996).]
- JENSEN e MURPHY. Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, v. 98, p. 225-264, Apr. 1990. [Trabalho citado em LEVINE e ZERVOS (1996).]
- KYLE. Market structure, information, future markets, and price formation. In: STOREY, G. G., SCHMITZ, A., SARRIS, A. H. (eds.). *International agricultural trade: advanced readings in price formation, market structure, and price instability*. Boulder, Colo.: Westview, 1984. [Trabalho citado em LEVINE e ZERVOS (1996).]
- LAFFONT e TIROLE. Repeated auctions of incentive contracts, investment, and bidding parity with an application to takeovers. *RAND Journal of Economics*, v. 19, p. 516-537, Winter 1988. [Trabalho citado em LEVINE e ZERVOS (1996).]
- LEVINE. Stock markets, growth, and tax policy. *Journal of Finance*, v. 46, n. 4, p. 1.445-1.465, Sep. 1991. [Trabalho citado em LEVINE e ZERVOS (1996).]
- LUCAS. On the mechanics of economic development. *Journal of Monetary Economics*, v. 22, n. 1, p. 2-42, July 1988. [Trabalho citado em LEVINE e ZERVOS (1996).]
- MEIER e SEERS. *Pioneers in development*. New York: Oxford University Press, 1984. [Trabalho citado em LEVINE e ZERVOS (1996).]

- MYERS. Comment on investment patterns and financial leverage. In: FRIEDMAN, B. (ed.). *Corporate capital structure in the U.S.* Chicago: University of Chicago Press, 1985. [Trabalho citado em SINGH (1993).]
- MYERS e MAJLUF. Corporate financing and investment decisions when firms have informations that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, v. 13, 1984. [Trabalho citado em SINGH (1993).]
- OBSTFELD. Risk-taking, global diversification, and growth. *American Economic Review*, v. 84, n. 5, p. 1.310-1.329, Dec. 1994. [Trabalho citado em LEVINE e ZERVOS (1996).]
- ROBINSON. The generalization of the general theory. In: *The rate of interest and other essays*. London: Macmillan Press, 1952. [Trabalho citado em LEVINE e ZERVOS (1996).]
- SAINT-PAUL. Technological choice, financial markets and economic development. *European Economic Review*, v. 36, n. 4, p. 763-781, May 1992. [Trabalho citado em LEVINE e ZERVOS (1996).]
- SCHARFSTEIN. The disciplinary role of takeovers. *Review of Economic Studies*, v. 55, p. 185-199, Apr. 1988. [Trabalho citado em LEVINE e ZERVOS (1996).]
- SHLEIFER e SUMMERS. Breach of trust in hostile takeovers. In: AUERBACH, A. (ed.). *Corporate takeovers: causes and consequences*. Chicago: University of Chicago Press, 1988. [Trabalho citado em LEVINE e ZERVOS (1996).]
- SHLEIFER e VISHNY. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, v. 94, p. 461-488, 1986. [Trabalho citado em LEVINE e ZERVOS (1996).]
- STERN. The economics of development: a survey. *Economic Journal*, v. 99, p. 597-685, Sep. 1989. [Trabalho citado em LEVINE e ZERVOS (1996).]
- STIGLITZ. Credit markets and the control of capital. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 17, n. 2, p. 133-152, May 1985. [Trabalho citado em LEVINE e ZERVOS (1996).]
- STIGLITZ. *The role of the state in financial markets*. Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993. Washington, D.C.: World Bank, 1994. [Trabalho citado em LEVINE e ZERVOS (1996).]
- TITMAN. The effect of capital structure on a firm's liquidating decision. *Journal of Financial Economics*, v. 13, p. 137-151, Mar. 1984. [Trabalho citado em SINGH (1993).]