

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 367

**SISTEMAS FINANCEIROS E O FINANCIAMENTO À INOVAÇÃO: ALGUMAS
REFLEXÕES PARA O BRASIL**

Márcia Siqueira Rapini

Outubro de 2009

Ficha catalográfica

338.06981 Rapini, Márcia Siqueira.
R218s Sistemas financeiros e o financiamento à inovação:
2009 algumas reflexões para o Brasil / Márcia Siqueira Rapini
- Belo Horizonte: UFMG/Cedeplar, 2009.

37p. (Texto para discussão ; 367)

1. Inovações tecnológicas - Financiamento - Brasil. 2.
Sistema financeiro – Brasil. I. Universidade Federal de
Minas Gerais. Centro de Desenvolvimento e Planejamento
Regional. II. Título. III. Série.

CDD

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CENTRO DE DESENVOLVIMENTO E PLANEJAMENTO REGIONAL**

**SISTEMAS FINANCEIROS E O FINANCIAMENTO À INOVAÇÃO:
ALGUMAS REFLEXÕES PARA O BRASIL**

Márcia Siqueira Rapini

Pesquisadora do Cedeplar, Doutoranda no IE/UFRJ
msrapini@cedeplar.ufmg.br

**CEDEPLAR/FACE/UFMG
BELO HORIZONTE
2009**

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	6
1. O FINANCIAMENTO ÀS EMPRESAS	7
2. OS SISTEMAS FINANCEIROS	9
3. SISTEMAS FINANCEIROS E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO	11
4. DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO E O FINANCIAMENTO AOS INVESTIMENTOS EM INOVAÇÃO E TECNOLOGIA	15
5. O SISTEMA FINANCEIRO E FINANCIAMENTO ÀS EMPRESAS NO BRASIL.....	17
5.1. O Sistema Financeiro Brasileiro	17
5.2. O Mercado de Capitais	26
5.3. O Financiamento das Empresas no Brasil	28
6. BREVE REFLEXÃO SOBRE O SISTEMA FINANCEIRO NO BRASIL E FINANCIAMENTO À INOVAÇÃO.....	31
REFERÊNCIAS.....	33

RESUMO

A mudança tecnológica e a inovação vêm desempenhando um importante papel no crescimento econômico. Nesta perspectiva, investigar o papel desempenhado pelo sistema financeiro no financiamento da indução da mudança tecnológica e da inovação é avançar na compreensão de importantes fontes de crescimento econômico. O financiamento às atividades inovativas, recentemente, vem sendo tratado na literatura como uma significativa lacuna a ser mais bem investigada principalmente na abordagem de Sistemas Nacionais de Inovação. O presente trabalho pretende ser uma contribuição nesta direção fazendo uma reflexão sobre sistemas financeiros e inovação e apresentando o caso do Brasil.

Palavras-Chave: sistema financeiro, inovação, financiamento, Brasil.

ABSTRACT

Technological change and innovation is now playing an important role in economic growth. In this framework, investigations towards financial system role in financing technological change and innovation are important contributions to comprehend sources of economic growth. Financing innovation activities is still a gap to be treated specially in National Innovation System literature. This paper is a contribution in this direction being a reflection about financial system and innovation, showing the Brazilian case.

JEL Classification: O6, O31

INTRODUÇÃO

Schumpeter destacava a importância do sistema bancário no crescimento econômico, no estímulo à inovação e ao crescimento futuro ao identificar e financiar investimentos produtivos. Através da criação do crédito bancário os bancos comerciais poderiam financiar a atividade empreendedora e as novas indústrias. Diversos autores buscaram estimar a relação entre o desenvolvimento dos sistemas financeiros e o crescimento econômico. Apesar de algumas divergências, evidências empíricas apontam para uma relação positiva entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico. Inclusive, há evidências de que o nível de desenvolvimento financeiro seja um bom prognóstico futuro do crescimento econômico, da acumulação de capital e da mudança tecnológica futura (LEVINE, 1997: 689).

A mudança tecnológica e a inovação vêm desempenhando um importante papel no crescimento econômico. Nesta perspectiva, investigar o papel desempenhado pelo sistema financeiro no financiamento da indução da mudança tecnológica e da inovação é avançar na compreensão de importantes fontes de crescimento econômico.

O processo inovativo caracteriza-se pelo alto grau de incerteza inerente ao mesmo. Ademais, abarca diferentes tipos de incerteza - como a técnica, a de mercado e a geral da economia - (FREEMAN & SOETE, 1987) e apresenta risco. Os investimentos em atividades inovativas ainda são caracterizados por uma perspectiva temporal indefinida, pela dificuldade de apropriação privada dos benefícios (FRENKEL, 1993) e pela indivisibilidade. Além do mais, apresentam uma elevada assimetria de informação entre o ofertante de crédito e o demandante. Estas características que tornam impossíveis quantificações *ex-ante* dos custos e da lucratividade potencial, fazem com que seja difícil o financiamento externo (ARROW, 1962) e que os mecanismos de mercados falhem em assegurar um financiamento (*funding*) adequado (OCDE, 1995).

Como os resultados do processo inovativo nem sempre são previsíveis, fomentá-lo e financiá-lo ainda consiste em um desafio para as instâncias financeiras, que não podem enfrentar com os instrumentos clássicos. As atividades voltadas à inovação são financiadas de modo distinto daqueles voltados a outras formas de investimento, de forma que instrumentos financeiros específicos têm sido desenvolvidos. Diversos autores assinalam que são necessárias ações governamentais para construir instrumentos alternativos de financiamento aos investimentos em inovação.

A principal alternativa criada pelos mercados financeiros para o financiamento dos investimentos em inovação é o capital de risco. A eficácia desse mecanismo, contudo, é fortemente dependente da existência de um mercado de capitais consolidado e a participação do mesmo ainda é restrita a determinados estágios do processo de inovação e aos setores industriais de alta tecnologia e de rápido crescimento. Dentre as principais críticas a esse instrumento criado nos Estados Unidos, tem-se a existência de ambiência e mudanças institucionais específicas que possibilitaram seu surgimento, difíceis de serem replicadas em outros países¹.

¹ Dentre as especificidades da base socioeconômica e institucional, enumeram-se: transformações no mercado de trabalho que impulsionaram uma alta mobilidade; existência de uma oferta de fundos suficientemente grande para permitir o uso de uma parcela como capital de risco; existência de um mercado público institucional de ações com alta liquidez (CHESNAIS & SAUVIAT, 2005: 203).

Mesmo com estas ressalvas, o capital de risco vem sendo implantado em diversos países, como instrumento de estímulo à promoção do crescimento econômico e do progresso tecnológico. O fomento ao desenvolvimento do mercado de capital de risco está na agenda de vários países desde meados dos anos 90 como estratégia de estimular o crescimento de empresas de base tecnológica. Os principais instrumentos utilizados são o aporte de recursos sem retorno para a constituição de fundos de capital de risco e o fornecimento de garantias (DE PAULA *et. al.*, 2003). Por sua vez, a indústria de capital de risco parece ser influenciada por fatores macroeconômicos, pelo estoque nacional de conhecimento e pela demanda dos empreendedores (ROMAIN & VAN POTTELSBERGHE, 2004).

Para os países em desenvolvimento, alguns autores sinalizam que há complementaridade estratégica entre os mercados financeiros e o investimento em inovação ao nível da empresa. Desta forma, o subdesenvolvimento dos mercados financeiros impacta negativamente no grau de complexidade das tecnologias desenvolvidas pelas empresas, uma vez que as empresas não conseguem compartilhar o risco com o mercado (MANI & BARTZOKAS, 2002).

A literatura, com base na investigação para diversos países, também aponta que a variedade institucional é necessária para atender às distintas etapas do processo de inovação (MAYER *et al.*, 2002), bem como a co-existência de diferentes mecanismos de financiamentos independentemente das características estruturais dos sistemas financeiros (CHIRSTENSEN & DREJER, 1998). A investigação do processo de financiamento dos investimentos em inovação também deve considerar a evolução histórica e institucional que envolve, dentre outros, a regulação financeira, a estrutura produtiva, o mercado de trabalho e a interação entre o sistema financeiro e a estrutura produtiva (MURRAY, 1998). Essa investigação, contudo, deve ser realizada tendo-se em mente a configuração atual do sistema financeiro global, com foco na preferência pela liquidez e na lucratividade de curto prazo.

Ademais desta introdução, o presente trabalho possui mais seis partes. A primeira parte apresenta uma síntese da problemática do financiamento às empresas. A segunda parte visa conceituar sistema financeiro e terceira parte apresenta uma breve síntese sobre o debate na literatura das contribuições dos sistemas financeiros para o desenvolvimento econômico. A quarta parte visa reunir uma parte da discussão sobre sistemas financeiros e o financiamento aos investimentos em inovação. A quinta parte visa sintetizar a evolução do sistema financeiro no Brasil e o financiamento às empresas. A última é uma reflexão sobre o papel do sistema financeiro e o financiamento à inovação no Brasil.

1. O FINANCIAMENTO ÀS EMPRESAS

As empresas sempre recorrem a fontes de financiamento para a realização de suas atividades de investimento e de crescimento. As diversas fontes de financiamento podem ser classificadas como: (a) reinversão dos lucros retidos (autofinanciamento); (b) emissão de ações; (c) emissão de títulos financeiros; (d) empréstimos bancários. A estrutura de financiamento da empresa dependerá dos custos de cada um das fontes acima citadas. Porém a capacidade de mobilização dos recursos dependerá não apenas da estrutura de financiamento, mas também das instituições financeiras e bancárias² (PINTO, 2002).

² As características dos sistemas financeiros serão apresentadas na próxima seção.

O teorema de Modigliani-Miller (1958), que se tornou referência no debate sobre decisões de investimento e de financiamento das empresas, postula que o custo de capital das empresas é independente das estruturas de financiamento. Os autores incorporam as seguintes hipóteses: (a) oferta de fundos é infinitamente elástica; (b) mercado de capitais perfeito; (c) informação simétrica e perfeita entre os agentes acerca do retorno dos projetos de investimentos e; (d) a estrutura de capital das empresas não impõe restrições à utilização das várias fontes de financiamento. Este conjunto de hipóteses remete à conclusão de que as empresas não terão dificuldades de financiar seus projetos se o retorno esperado for compensatório (ZONENSCHAIN, 1988) e que o sistema financeiro possui um papel passivo no acesso ao crédito.

Abandonando a hipótese de mercados de capitais perfeitos, diversos autores, demonstraram que a dimensão financeira irá influenciar as possibilidades de crescimento das empresas (para uma revisão sobre mercados imperfeitos e a decisão de investimento das empresas ver Hubbard, 1998). Avanços nesta investigação levaram à problemática de se há uma estrutura ótima de capital para as empresas e quais seriam os determinantes desta estrutura.

Harris e Ravis (1991) sintetizam o debate existente sobre uma estrutura ótima de capital na literatura agrupando as diversas contribuições em quatro correntes: (a) modelos baseados no custo de agência; (b) modelos baseado em informação assimétrica; (c) modelos baseados nas interações entre os mercados de produto e de insumo; (d) modelos de controle corporativo. A estes modelos pode-se acrescentar as teorias oriundas dos custos de transação e de estrutura tributária (MOREIRA E PUGA, 2000: 5).

Os precursores dos modelos de assimetria de informação foram Myers (1984) e Myers e Majluf (1984). Uma importante contribuição foi a formulação da hipótese da *'pecking order theory'*. De acordo com esta abordagem as fontes de financiamento não são substitutas perfeitas e as empresas seguem uma ordem hierárquica no uso das mesmas. A provisão interna de fundos seria preferível às fontes externas e na insuficiência de recursos internos os empréstimos seriam preferíveis à emissão de ações. A provisão interna de recursos seria preferível à externa visto que os custos de agência são menores. Dentre as fontes externas os empréstimos seriam preferíveis à emissão de ações que possuem um maior custo de agência³. Na *'pecking order theory'* a estrutura de capital da empresa e sua política de dividendos influenciam, portanto, a formação dos preços das ações pelo mercado, confirmando a não-neutralidade no padrão de financiamento adotado (ZONENSCHAIN, 1988).

Sau (2007) propôs dentro da literatura da *pecking order theory* uma reformulação da hierarquia das fontes de financiamento de firmas inovativas, uma vez que estas empresas apresentam características particulares que as diferenciariam das empresas tradicionais. Uma primeira observação realizada pelo autor é que os requerimentos financeiros e o nível de risco dependem do estágio de desenvolvimento alcançado pelo plano de investimento. O autor distingue quatro estágios diferentes, sendo: semente (concepção da idéia inovativa), *start-up* (início do processo inovativo), crescimento inicial (estágio inicial de expansão), crescimento sustentado (estágio de consolidação). As fases de semente e *start-up* apresentam os maiores graus de risco ao passo que as fases de *start-up* e de crescimento inicial requerem maiores montantes financeiros.

³ As ações podem ser precificadas a baixo do preço de mercado (*underpriced*) visto que os investidores possuem menor informação sobre os fluxos que os gerentes da empresa.

Ademais, as necessidades de financiamento das empresas variam de acordo com os tipos de ativos envolvidos. O financiamento a ativos intangíveis tem sido problemático para empresas, independentemente do contexto⁴. Os ativos desta natureza, geralmente, não podem ser utilizados como garantia e sua utilização e manutenção não são facilmente monitorados. Neste âmbito, importância vem sendo destinada aos investimentos em P&D, onde o *gap* entre os custos de financiamento às atividades P&D com recursos internos e externos é maior do que outros tipos de investimento.

No caso das micro e pequenas empresas o financiamento apresenta ainda outras especificidades. Visto que estas empresas dificilmente têm recursos para o financiamento próprio, a provisão de financiamento externo é importante, principalmente para as de setores em rápido crescimento (ARTHUR, 1996). De acordo com Brito, Vargas e Cassiolato (2001) para as micro, pequenas e médias empresas é necessário identificar em que medida os objetivos e interesses das partes envolvidas no processo financiamento são conflitantes ou complementares. Ao passo que estas empresas buscam financiamentos ao menor preço possível e em condições flexíveis, adaptadas às necessidades de seu empreendimento, o setor financeiro tende a repassar os custos específicos das operações (p.3).

Nas pequenas empresas de base tecnológica, onde os ativos intangíveis - como conhecimento e capacidades técnicas - são consideráveis, os problemas de financiamento são agravados (CARNEY & GEDAJLOVIC, 2000). No início de suas atividades (desenvolvimento de uma idéia inovadora) a empresa requer recursos estatais à fundo perdido (*seed money*)-, em um segundo momento necessita de aporte de capital de risco (para implementar o projeto) e em um terceiro, se desejar aumentar a escala de produção a empresa irá abrir o seu capital (PRATES *et. al.*, 2000). O desenvolvimento de empresas de base tecnológica, em geral, está associado à existência de atores institucionais e de organizações que dão suporte no estágio inicial, através de relações diretas, como a provisão de recursos financeiros de bancos e investidores, ou indiretamente através de cooperação com universidades e centros de pesquisa (GIUDICI & PALEARI, 2000).

2. OS SISTEMAS FINANCEIROS

Na visão convencional da teoria neoclássica o sistema financeiro é um intermediário entre os poupadores e os investidores na alocação de capital, de forma que os fluxos financeiros são a contrapartida de fluxos reais. Os sistemas financeiros têm como objetivo viabilizar a realização das transações financeiras, que permitem separar quem possui o comando sobre a renda de quem vai utilizá-la efetivamente (CARVALHO *et al.*, 2007:212). A eficiência do sistema financeiro está, portanto, diretamente associada à sua capacidade de minimizar os custos de transação⁵ envolvidos no processo de intermediação financeira (SOBREIRA, 2005). A racionalidade microeconômica para a existência de sistemas financeiros baseia-se grandemente na presença de fricções no sistema de trocas (LEAHY *et al.*, 2001).

⁴ Os gastos em ativos intangíveis geralmente não são reconhecidos como investimentos (NAKAMURA, 1999).

⁵ Levine (1997) sintetiza cinco funções do sistema financeiro voltadas à melhoria dos custos de transação e de informação: (a) facilitam a negociação, cobertura, diversificação e agrupamento do risco; (b) alocam recursos; (c) monitoram os gerentes e exercem o controle corporativo; (d) mobilizam poupança; (e) facilita a troca de bens e serviços.

Nesta visão a intermediação financeira baseia-se em duas hipóteses: na teoria dos fundos emprestáveis e na hipótese dos mercados eficientes. A primeira parte do pressuposto de que a poupança e o investimento agregado são determinados de forma independente no mercado de capitais e a taxa de juros é a variável de ajuste no equilíbrio. Poupar é sinônimo de gastar. A segunda hipótese assume que o mercado de capital competitivo aloca poupança e investimento de forma ótima, o que é possível visto a plena mobilidade dos recursos financeiros e a distribuição perfeita das informações (STUDART, 1994).

Os sistemas financeiros, no geral, são caracterizados pelo tipo predominante de relacionamento que é estabelecido entre tomadores e emprestadores de recursos e pela natureza das instituições que proporcionam a circulação dos recursos entre os agentes. De acordo com Carvalho *et al.* (2007: 254) para a classificação dos sistemas financeiros, duas perguntas devem ser respondidas: (a) “Que tipos de contratos entre aplicadores e tomadores são predominantes nesta economia?”; (b) “Quais são as funções exercidas pelas instituições financeiras na elaboração desses contratos”. A resposta à primeira questão irá classificar os sistemas financeiros como baseados em crédito ou em mercado de capitais, ao passo que à segunda irá especificar como as instituições operam, se de forma diversificada ou restrita a nichos específicos.

Os sistemas baseados em mercado são aqueles nos quais parte significativa das necessidades de financiamento dos agentes é realizada através de emissão de papéis nos mercados monetário e de capitais. A captação de recursos é realizada através da desintermediação financeira. O bom funcionamento deste sistema requer a existência de sistemas legais avançados que garantam que as características das transações possam ser identificadas e codificadas nos títulos financeiros. A padronização dos contratos irá permitir que os títulos sejam substitutos entre si, no caso de serem negociados⁶.

Nos sistemas baseados em crédito são predominantes os relacionamentos de crédito entre os agentes, que na maioria dos casos é realizada através de bancos comerciais. As transações de crédito são realizadas individualmente, de forma a incorporar as disposições contratuais (como prazo, taxa de juros, garantias, ect.) relevantes para as partes.

Estas classificações são bastante utilizadas na comparação entre as estruturas dos sistemas financeiros nos diversos países, apesar da ausência de medições quantitativas da estrutura financeira (LEVINE, 1997). Porém, cada vez mais, se torna mais difícil dividir os sistemas financeiros nacionais em duas categorias de acordo com sua orientação para transações de mercado ou para crédito baseado em bancos. Nos diversos países, se observa a presença de uma diversidade de mecanismos como alternativas de financiamento às empresas (CHIRSTENSEN & DREJER, 1998). Inclusive, inovações financeiras recentes, como securitização⁷ e os mercados de derivativos⁸, têm levado a transformações estruturais nos sistemas financeiros.

⁶ Se os títulos podem ser negociados, isto é, podem ser revendidos em mercados secundários, os mesmos ganham liquidez e para quem os possui aumenta a capacidade de conversão em dinheiro.

⁷ A securitização refere-se à “transformação de obrigações financeiras geradas anteriormente em processos de oferta de crédito em papéis colocáveis diretamente no mercado” (Carvalho et al., 2007: 290).

⁸ Os contratos derivativos permitem que os riscos existentes em um ou mais contratos sejam decompostos e negociados de forma separada.

A segunda distinção entre os sistemas financeiros refere-se aos sistemas segmentados e os de banco universal. Nos sistemas financeiros segmentados, os diferentes segmentos do mercado são operados por instituições específicas. Neste caso as instituições restringem suas atividades ao segmento específico no qual atuam, não participando de outros. Os bancos comerciais, por exemplo, atuam nas transações que envolvem curto prazo (depósitos à vista, empréstimos de curto prazo), ao passo que os bancos de investimentos atuam no mercado de mais longo prazo. Esta configuração de sistema esta presente nos EUA e Japão.

Em contraste aos sistemas segmentados, estão os sistemas que permitem a existência de bancos universais que, a princípio, estão autorizados a atuarem em todos os segmentos do mercado⁹. Por detrás desta permissão, está a compreensão de que a atividade de intermediação financeira apresenta significativas economias de escopo no que concerne a produção de informação sobre os tomadores de recursos. Exemplos de bancos universais são os alemães e os suíços.

A forma de organização do sistema financeiro estará vinculada à sua eficiência em dar suporte ao desenvolvimento econômico e em manter os riscos em intervalos aceitáveis (CARVALHO et al., 2007). Há uma extensa literatura que aponta para um importante papel desempenhado pelo sistema financeiro no processo de crescimento econômico, que será abordada na próxima seção.

3. SISTEMAS FINANCEIROS E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

Há um crescente debate na literatura econômica sobre a relação entre o desenvolvimento dos sistemas financeiros e o crescimento econômico. Apesar de algumas divergências, evidências empíricas apontam para uma relação positiva entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico¹⁰. As contribuições teóricas podem ser reunidas em três correntes de argumentação: (a) o desenvolvimento financeiro afeta diretamente o crescimento econômico (Schumpeter, 1911); (b) a determinação é conjunta (Greenwood & Jovanovic, 1990); (c) a relação é inversa (Arestis e Demetriades, 1998). A primeira corrente ainda pode ser dividida em três em termos da explicação para o crescimento econômico: (1) os defensores do padrão bancário; (2) os defensores do padrão mercado de capitais; (3) a visão institucional e legal do crescimento (Gerschenkron, 1962 e Zysman, 1983).

Na perspectiva histórica alguns autores destacaram os elos entre crescimento e sistema financeiro.

Schumpeter em suas obras de 1912 e 1931, respectivamente *Teoria de Desenvolvimento Econômico* e *Business Cycles*, destacava a importância do sistema bancário no crescimento econômico, no estímulo à inovação e ao crescimento futuro ao identificar e financiar investimentos produtivos. Através da criação do crédito bancário os bancos comerciais poderiam financiar a atividade empreendedora e as novas indústrias. O ponto de partida para a introdução de uma inovação é o crédito ao empresário, para que o mesmo possa adquirir poder de compra a fim de adquirir os

⁹ Carvalho *et al.* (2007) chamam atenção para a diferença entre ‘estar autorizado a atuar’ e estar ‘efetivamente atuando’ em todos os segmentos.

¹⁰ É importante destacar que abordagens oriundas da visão neoclássica que incorporam a hipótese de mercados perfeitos postulam que não há relação entre desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico, conforme o proposto por Modigliani & Miller (1958).

meios de produção e contratar trabalhadores. Desta forma tem-se que a “(...) extensão de crédito para fins de ‘inovações’ é por definição a concessão de crédito ao empresário e constitui elemento do desenvolvimento econômico (...)”. (SCHUMPETER, 1912:72).

Cameron (1967) analisa o sistema bancário, concluindo que o crescimento induziu o desenvolvimento das instituições financeiras. A estrutura financeira pode ser passiva, pode facilitar ou restringir o crescimento econômico. Instituições financeiras mais complexas irão aparecer em estágios posteriores do desenvolvimento. Em países com estrutura financeira incipiente o direito de emissão de papel moeda pelos bancos privados é o caminho ideal para o desenvolvimento dos bancos e da intermediação. Bancos expandiram-se no estágio inicial do crescimento em decorrência da monetização da economia. De acordo com esta abordagem estrutural-funcional não há uma estrutura ótima e a configuração do sistema financeiro irá depender do estágio de cada país.

Hicks (1969) (*apud* TADESSE, 2005) enfatizou a importância da relação entre os mercados financeiros e as escolhas tecnológicas para explicar a origem da revolução industrial. Para o autor, uma importante característica do desenvolvimento industrial é a adoção de tecnologias que requerem grande escala de investimentos de capital ilíquidos. Os mercados financeiros que provêm possibilidade de compartilhamento dos riscos aos investidores tornariam economicamente factíveis a implementação de tais tecnologias. A revolução industrial, portanto, foi possível pela existência de investimentos de grande escala por longo período na forma de capital ilíquido que permitiu a adoção e completa implementação das tecnologias já descobertas.

Mowery (1992) (*apud* GORGULHO, 1996) destaca a influência dos sistemas financeiros dos países na evolução das estruturas organizacionais de empresas, especialmente por facilitar a geração de inovações. A evolução histórica e institucional influencia as oportunidades de investimento disponíveis para as empresas em determinado país, visto as especificidades das normas legais, fiscais e contábeis. Chandler (1977) (*apud* RAJAN & ZINGALES, 1998) sugeriu que o setor financeiro, em especial os bancos de investimento e os mercados de títulos corporativos, se desenvolveu para financiar as necessidades das ferrovias no século XVIII.

A visão baseada no padrão bancário destaca o papel positivo desempenhado pelos bancos em (a) adquirir informação sobre empresas e gerentes e assim melhorar a alocação de capital e a governança corporativa; (b) gerenciar os riscos e aumentar a eficiência do investimento e do crescimento econômico; (c) mobilizar capital para explorar economias de escala (LEVINE, 2002). Ademais, bancos fortes podem obrigar as empresas a pagarem seus débitos de uma forma mais efetiva do que mercados atomizados, especialmente em países onde as capacidades de executar contratos são fracas (RAJAN & ZINGALES, 1998).

Os sistemas centrados em bancos possuem uma maior capacidade de enfrentar os problemas de assimetria da informação, dos custos de transação e do agente principal do que os sistemas baseados em mercados (SINGH, 1993), por monitorarem de perto as atividades das empresas (CHRISTENSEN, 1992). Ademais os sistemas baseados em bancos por divulgarem um menor número de informação, proporcionariam a apropriação dos resultados das atividades de pesquisa realizadas pelas empresas e, conseqüentemente, promoveriam um maior estímulo à realização das mesmas (BECK & LEVINE, 2002).

Os bancos permitem que os poupadores avessos ao risco mantenham ativos líquidos e por meio destes permitem aumentar os fundos disponíveis para o capital produtivo. Ao eliminarem o auto-financiamento do investimento em capital, os bancos preveniram a desnecessária liquidação do capital pelos empreendedores para aumento da liquidez (TADESSE, 2005). Para Stulz (2002) (*apud* Beck e Levine, 2002), os bancos seriam mais eficientes em prover recursos para atividades novas e inovativas que requerem a especulação financeira por poderem comprometer de forma crível fundos adicionais na medida que o projeto desenvolva.

A visão baseada no mercado, por sua vez, destaca a crescente importância do papel desempenhado por mercados que funcionam bem: (a) fomentam incentivos para empresas que fazem pesquisa visto que é mais fácil obter lucro com esta informação comercializando em mercados grandes e líquidos; (b) reforçam a governança corporativa facilitando os *takeovers* e a compensação gerencial pelo desempenho da empresa; (c) facilitam o gerenciamento de risco (LEVINE, 2002).

O mercado acionário, também, encoraja a especialização, a aquisição e disseminação de informação, possibilitando reduzir o custo de mobilização de fundos, o que, conseqüentemente, facilita o investimento. Em termos de risco, o mesmo é minimizado pela facilidade de venda e/ ou de mudança do portfólio por parte dos poupadores. Esta maior habilidade de negociação de propriedade estaria também facilitando a alocação eficiente de recursos (LEVINE & ZERVOS, 1998). Ademais, o mercado de capitais por permitir que as empresas compartilhem o risco de P&D reduziria o problema de sub-investimento (GOODACRE & TONKS, 1995).

A visão que procura compreender a inter-relação entre sistema financeiro e desenvolvimento econômico pela perspectiva institucional teve como precursores Gerschenkron (1962) e Zysman (1983). Nesta abordagem as instituições, que são histórico-específicas, desempenham um papel crucial no desenvolvimento dos países. As instituições e convenções são necessárias para reduzir a incerteza e permitir a tomada de decisão dos investidores (CASTRO, 2008).

De acordo com Gerschenkron (1962) o surgimento dos bancos tipos “credit-mobilier” na França, e do banco universal na Alemanha possibilitaram o estabelecimento de relações próximas aos empreendimentos industriais e conseqüentemente possibilitaram um rápido processo de industrialização. O autor argumenta, pois, que na ausência de mercados de capitais estruturados, relações próximas entre bancos e as empresas podem viabilizar o financiamento, consistindo em uma alternativa. As instituições de financiamento, portanto, podem variar e se adequar ao estágio de desenvolvimento econômico que se encontra o país.

Zysman (1983) sistematizou uma tipologia dos sistemas financeiros de acordo com os distintos vínculos entre bancos, indústria e as finanças¹¹ a partir da investigação de diversos países. As estruturas financeiras influenciam a estrutura industrial através dos mecanismos de saída e de voz, conforme definido em Hirschmann (1986). Os sistemas financeiros seriam: (a) sistema baseado no mercado de capitais com recursos alocados por preços estabelecidos em mercados competitivos; (b) sistema baseado em crédito com preços críticos administrados pelo governo (sistema baseado em crédito público); (c) sistema baseado em crédito dominado por instituições financeiras (sistema baseado em crédito privado).

¹¹ As variáveis analisadas na construção da tipologia dos sistemas financeiros foram: como a poupança é deslocada para o investimento; como os preços são estabelecidos nos diferentes mercados; o papel do governo no sistema financeiro.

No sistema baseado em mercado de capitais¹² as ações e debêntures são as fontes predominantes de financiamento de longo prazo das empresas. Neste sistema, a função central do empréstimo bancário é para propósitos de curto-prazo. O Banco Central está interessado primeiramente com o controle dos agregados monetários (seja a oferta de moeda ou taxa de juros). A entrada e saída de diferentes operações financeiras são processos relativamente simples (ainda mais se presentes mercados secundários elaborados). Este modelo poria, pois, os bancos, as empresas e o governo em esferas distintas, que se arriscariam para se encontrar como parceiros de troca autônomos. Exemplos são: Reino Unido, EUA e Holanda. Neste sistema o capital de risco é uma importante fonte de financiamento a projetos incertos e de alto risco, característicos do financiamento às inovações.

No sistema baseado em crédito o mercado de capitais desempenha papel fraco na provisão de capital de longo prazo comparativamente às instituições financeiras. Há poucos arranjos para facilitar a entrada, o que torna as instituições financeiras mais fiéis aos devedores. A “voz” é o caminho comum dos emprestadores executarem influência nas empresas clientes, através, principalmente do monitoramento da administração. Nos sistemas baseados em crédito público a voz do governo será ouvida juntamente com as das instituições financeiras, enquanto que nos sistemas baseados em crédito privado a voz das instituições financeiras, com maior frequência, falaram por si só. Os empréstimos de longo prazo são preponderantemente realizados por banco e instituições financeiras. Exemplos são: Japão, França, Itália, Espanha e Alemanha. Neste sistema o financiamento interno e/ou o consórcio bancário desempenham papel na provisão de capital de risco.

Para Zysman, o sistema baseado em crédito, em seus dois variantes, seria o mais indicado para os países de industrialização tardia. Evidências recentes dos processos de industrialização rápida de Taiwan e Coréia, com sistemas financeiros centrados em bancos, apontam para características que proveram condições para os investimentos estáveis necessários no processo de industrialização. No caso da Coréia, o envolvimento do governo significou que os riscos associados aos investimentos estavam sendo compartilhados com os bancos comerciais envolvidos em planejamentos de longo prazo e não apenas de curto prazo (Cho, 1989 *apud* Arestis e Demetriades, 1997).

Por sua vez, há alguns autores que contestam a simples relação entre a estrutura dos sistemas financeiros e o crescimento dos países. Vitols (2001) aponta para o exagero do significado do financiamento baseado em bancos como explicação para a rápida industrialização alemã e japonesa. Esta tese suavizaria a importância dos diferentes padrões de regulação estatal, em particular após 1930, na explicação das diferenças pós-guerra dos sistemas financeiros. Para o autor as diferenças nos regimes financeiros estariam dependendo não somente da regulação financeira, mas também da natureza da regulação do trabalho, incluindo os regimes de bem estar social¹³.

Na mesma direção são os argumentos de Prowse (1996) que argumenta que as diferenças nos ambientes legais e regulatório referentes à propriedade corporativa por instituições financeiras e ao desenvolvimento de mercados de apólices corporativas (*corporate security market*) seriam, em

¹² Síntese extraída de Christensen e Drejer (1998).

¹³ A sustentabilidade dos sistemas baseados em bancos depende da restrição do fluxo das economias domésticas em ações comercializáveis ao invés dos depósitos bancários. Japão e Alemanha possuem diversos fatores na regulação do trabalho, como alta igualdade de renda e ausência de aposentadorias capitalizadas, que limitam a demanda por ações comercializáveis vis-à-vis a demanda por depósitos bancários. Por outro lado, estes fatores são extremamente fracos nos EUA que possui um alto nível de desigualdade de renda e um sistema de fundos de pensão capitalizado e significativo.

grande parte, as responsáveis pelas diferenças nos sistemas de financiamento corporativo e de governança observadas entre os países. A investigação detalhada dos sistemas vigentes no Japão, Alemanha e Estados Unidos, aponta para a clara convergência ocorrendo nos ambientes legais e regulatórios, sendo esta convergência em termos da liberdade dos bancos de conduzir investimentos e das atividades dos bancos comerciais, incluindo investimento ativo em empresas.

La Porta *et al.* (1998) argumentam que o sistema legal do país é o que determina a eficiência do funcionamento do sistema financeiro e, portanto, influenciam as finanças corporativas e o desenvolvimento econômico. Esta teoria enfatiza que a diferença entre os países nas: (a) leis de contrato, das empresas, de falência e de títulos; (b) a ênfase do sistema legal nos direitos de propriedade privado; (c) a eficiência do *enforcement*; influenciam o nível de expropriação e, conseqüentemente, a confiança na qual o público adquire títulos e participa no mercado financeiro.

Desta forma as instituições legais influenciam a eficiência na qual o sistema financeiro aloca os recursos entre os setores industriais. Nos países que definem e fazem cumprir direitos para as pequenas empresas, os investidores estrangeiros alocam de forma mais eficaz recursos para empresas em crescimento. Por sua vez, os países que protegem investidores estrangeiros tendem a criar melhor funcionamento dos sistemas financeiros que fomentam empresas em crescimento. Tem-se, pois, que as instituições legais nacionais são importantes e cruciais na determinação da oferta de capital disponível para os investimentos corporativos (BECK & LEVINE, 2005).

4. DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO E O FINANCIAMENTO AOS INVESTIMENTOS EM INOVAÇÃO E TECNOLOGIA

Os investimentos em inovação e tecnologia caracterizam-se por: (a) incerteza em relação aos lucros futuros; (b) alguns lucros não podem ser apropriados; (c) presença de indivisibilidade. Estas características fazem com que os mecanismos de mercados falhem em assegurar um financiamento (*funding*) adequado. Conforme destacado em OCDE (1995) o sistema financeiro é capaz de lidar com o risco, mas é avesso à incerteza.

Christensen e Drejer (1992) sistematizam a integração entre a discussão estrutural do sistema financeiro e o investimento em inovação. Na medida em que os propósitos do investimento determinam o grau de incompletitude do contrato e a necessidade de ajustes posteriores o financiamento à inovação talvez precise ter um tratamento discricionário, por envolver transações caracterizadas por incerteza. Se por um lado o mercado baseado em capitais seja superior em termos de custos, o financiamento através de intermediários financeiros, característico dos sistemas baseado em bancos, apresenta uma maior capacidade de aprendizado e de ajustes *ex- post* aos contratos incompletos resultantes de incerteza.

Uma outra característica que deve ser considerada é o tipo e o grau de incerteza presente na inovação. O financiamento através do mercado de capitais não produz rigidez no financiamento a novas empresas baseadas em novas tecnologias (incerteza técnica e comercial). Por sua vez, o sistema baseado em crédito é mais adequado para o financiamento a indústrias (como engenharia mecânica) onde os custos de inovação estão mais integrados com outros custos de produção e, portanto, são menos visíveis (há a incerteza técnica).

Ademais desta contribuição é possível citar trabalhos que buscaram avançar nesta discussão do ponto dos sistemas financeiros, da governança corporativa e dos investimentos em tecnologia e inovação.

Carlin e Mayer (1999) desenvolvem argumento de que há associação entre os sistemas financeiros, os sistemas corporativos e as atividades corporativas. Quando são requeridos um envolvimento ativo e alto nível de comprometimento dos proprietários na governança corporativa os benefícios privados da propriedade seriam preservados através da propriedade concentrada ou de um sistema financeiro bancário concentrado (com 01 ou pequeno número de bancos). Quando as atividades se beneficiam da avaliação de vários investidores, da imposição de restrições orçamentárias e da flexibilidade na mudança de controle serão observados sistema baseado no mercado, sistema bancário fragmentado e uma dispersa estrutura de propriedade. O primeiro seria associado, em particular, a investimentos de longo prazo em atividade de baixo risco, bem estabelecidas e com foco de P&D em inovação incremental, característico de setores de atividade tradicionais. O segundo seria mais bem adequado a investimentos de curto prazo e a atividade de alto risco, nas qual o P&D é direcionado a inovações radicais.

É importante destacar que o sistema legal estaria reforçando estes efeitos. Os sistemas com alto grau de proteção ao investidor promoveriam as atividades que são financiadas e controladas através do mercado, ao passo que os com menor proteção ao investidor encorajariam as atividades que requerem uma ativa governança corporativa e financiamento bancário.

Com base na argumentação apresentada Carlin e Mayer (2003) explicam a especialização de 14 países da OCDE em termos dos sistemas de governança e de financiamento. Os resultados apontaram para uma forte relação entre a estrutura dos sistemas financeiros, os sistemas legal e corporativo e a composição da atividade industrial. Sistemas financeiros orientados para o mercado estariam associados ao alto crescimento de indústrias que são dependentes de participações externas e intensivas em mão-de-obra qualificada. Ademais os efeitos seriam mais através de investimento em P&D do que em investimentos em capital físico. As evidências apontaram também que estas indústrias apresentariam alto crescimento em países desenvolvidos com propriedade concentrada, mas baixo crescimento nos países em desenvolvimento.

Na mesma direção são os argumento de Tylecote (2007) de que finanças e governança corporativa são centrais na determinação da quantidade e da qualidade dos esforços das empresas em inovação e mudança tecnológica. Portanto, em como as finanças nacionais e os sistemas de governança corporativa diferem será relevante para explicar os padrões setoriais nacionais. Tylecote e Conesa (1999) e Tylecote e Ramirez (2006) sintetizam os desafios para governança corporativa e o sistema financeiro na promoção da inovação: (a) *novelty* da inovação - que demanda uma ampla expertise na indústria entre os controladores e financiadores -; (b) a necessidade de reconfiguração – uma reconfiguração radical encontrará forte resistência dentro da organização -; (c) visibilidade da inovação - que quanto menor mais irá requer dos controladores e financiadores uma maior percepção das especificidades da empresa; (d) apropriabilidade da inovação – que quando baixa poderá estar associada à inclusão de acionistas. Os setores de alta tecnologia possuem alta *novelty* e necessidade de reconfiguração e os setores de média tecnologia possuem baixa visibilidade a apropriabilidade.

A partir deste arcabouço Tylecote e Ramirez (2006) investigaram em como a governança corporativa e o sistema financeiro apóiam e incentivam a inovação no Reino Unido. Encontraram que comparativamente aos EUA a governança corporativa e o sistema financeiro no Reino Unido seriam inferiores em termos de uma ampla expertise na indústria e no engajamento e inclusão de trabalhadores, mas apresentariam uma forte pressão para o valor do acionista. Esta característica explicaria o desempenho tecnológico e a especialização das empresas britânicas nos setores de média-alta tecnologia, como farmacêutico e aeroespacial.

5. O SISTEMA FINANCEIRO E FINANCIAMENTO ÀS EMPRESAS NO BRASIL

5.1. O Sistema Financeiro Brasileiro

No século XIX, nos anos de 1840 e 1850, houve no Brasil uma tentativa de se criar instituições bancárias com o direito de emissão. Porém, este e outros esforços de desenvolver instituições bancárias no país não alcançaram sucesso visto o domínio das ideias metalistas¹⁴. Em vista disto, no pós-guerra o Brasil possuía uma estrutura bancária deficiente constituída por um grande banco para assuntos governamentais, o Banco do Brasil, e um número reduzido de grandes bancos tradicionais (PELÁEZ & SUZIGAN, 1976).

O primeiro Banco do Brasil foi criado em 1808 por Dom João VI e foi liquidado em 1829. Um novo Banco do Brasil surgiu em 1852 sendo resultante da fusão do Banco do Brasil fundado por Mauá em 1851 com o Banco Comercial do Rio de Janeiro. Esta nova instituição foi a responsável exclusiva pela emissão de papel moeda, tendo quase atingindo a falência em 1894. Em 1888 existiam 62 agencias bancárias em todo o país (FRANCO, 1990).

No primeiro governo do regime republicano, o então ministro Rui Barbosa, buscou flexibilizar as emissões de créditos. A principal medida tomada nesta direção foi a Lei Bancária de janeiro de 1890 que estabelecia que as emissões bancárias poderiam ser realizadas sobre lastro de títulos da dívida pública. Seriam criadas três regiões bancárias, cada uma com banco próprio emissor. Esta estratégia, contudo, não foi bem sucedida em termos das regiões previamente definidas, mas levou a um crescimento de 40% do papel moeda entre janeiro e setembro de 1890. Ao final do ano o governo incentivou a fusão do BEUB (Banco dos Estados Unidos do Brasil) e do BNB (Banco Nacional do Brasil) resultando no BREUB (Banco da República dos Estados Unidos do Brasil) com capital inicial de 200 mil contos¹⁵.

Em 1892, em vista da crise nas contas externas e da crescente especulação na bolsa, um decreto de 7 de dezembro estabeleceu a fusão do BREUB com o Banco do Brasil dando origem ao Banco da Republica do Brasil (BRB). Ao final da década de 90, a redução do papel moeda em circulação, em decorrência do *funding scheme* do ministro Joaquim Murinho¹⁶, levou a inúmeras falências bancárias.

¹⁴ Esta escola de pensamento defendia o padrão-ouro, devendo ser o estoque de moeda puramente metálico.

¹⁵ De acordo com Franco (1990:22) o objetivo era estabelecer um banco central nos padrões britânicos com o poder de regular o volume de crédito, de emitir, de funcionar como agente financeiro do Estado dentro e fora do país.

¹⁶ Para Joaquim Murinho o problema era gerado por um excesso de emissões que produziam “pseudo-abundância” de capitais que tinham como consequência o estabelecimento de indústrias artificiais e a produção exagerada de café (FRANCO, 1990: 27).

Na Nova República, o setor bancário passou por uma nova reforma em 1906 com a criação da Caixa de Conversão. A mesma possuía o poder de emitir notas conversíveis em ouro a uma taxa fixa de câmbio¹⁷, adotando, portanto, as regras associadas ao padrão-ouro clássico (OLIVEIRA & SILVA, 2001). O início da atuação da Caixa de Conversão seguiu-se de expansão da base monetária, que era oriunda dos saldos positivos da balança comercial e da entrada de substanciais recursos estrangeiros. A partir de 1912 observa-se uma contração da base monetária, que é acrescida da contração do crédito. Com o advento da Primeira Guerra a Caixa de Conversão fechou em 1914.

Nos anos de 1913 e 1914 o sistema bancário nacional passou por uma crise. Os encaixes (relação caixa /depósitos) se elevavam e os montantes de depósitos à vista e à prazo diminuíram mais do que o proporcional à redução das operações de desconto de empréstimos¹⁸. Em 1913 o Banco do Brasil passou a descontar títulos dos bancos comerciais. Em 1921, no Banco do Brasil foram criadas a Caixa de Redesconto e as Câmaras de Compensação que, juntamente com a regulamentação dos cheques (de 1912) permitiram a expansão da moeda escritural, a redução dos encaixes e uma maior segurança para o sistema (COSTA NETO, 2004).

Até a década de 20 o sistema bancário no Brasil era fraco e concentrado regionalmente (BAER & NAZMI, 2000). O mesmo era constituído pelo Banco do Brasil e por um conjunto de pequenos bancos estrangeiros. Nos anos 20, os bancos estrangeiros que estavam no país respondiam por 45% dos depósitos e empréstimos do sistema bancário (Goldsmith, 1996 apud Costa e Deos, 2002).

Durante e a após a primeira guerra mundial o crescimento industrial deslocou-se do setor agrário exportador para a economia doméstica. Até este período observa-se, também, o crescimento no número dos bancos comerciais e o surgimento de bancos estaduais comerciais e de desenvolvimento. Datam deste período a criação do Banco do Estado do Rio Grande do Norte (1906), do Banco do Estado do Piauí (1907), do Banco do Estado de São Paulo (1909) e do Banco da Paraíba (1924) (TEIXEIRA, 1979 *Apud* Cavalcante, 2002). O objetivo inicial destes bancos era atender as necessidades do setor agrícola e de pequenas e médias empresas, que não eram atendidos, de forma adequada, pelos bancos privados e pelo Banco do Brasil (BAER & NAZMI, 2000).

Entre 1906 e 1930, o sistema bancário passou por um período de intenso crescimento. Cresceu 9 vezes, ao passo que a economia no mesmo período cresceu 2,5 (TRINER, 1996). Porém, apesar do sistema bancário executar parcela crescente das transações realizadas na economia, o mesmo não criava recursos financeiros. Até 1930 o sistema financeiro no Brasil limitava-se ao financiamento da exportação da produção e do comércio e da infra-estrutura associados a estas atividades. As atividades que requeriam financiamentos de longo prazo, no geral, eram de propriedade de empreendedores que possuíam ligação direta ao mercado financeiro externo (STUDART, 1995:100).

Com a crise econômica mundial, pós 1930, os mercados das exportações brasileiras reduziram-se significativamente. Concomitantemente, as importações declinaram estimulando, por outro lado, a produção interna de bens de consumo. O sistema financeiro até então constituído pelo Banco do Brasil e poucos bancos comerciais e estrangeiros precisava fornecer soluções de crédito para

¹⁷ A Caixa de Conversão tinha como objetivo a estabilidade da taxa de câmbio.

¹⁸ Em 1913 o coeficiente caixa/ depósito era de 0,352 elevando-se para 0,532 ao final de 1914. Neste mesmo período a relação empréstimos/ depósitos reduziu de 1,420 para 1,069 (CHAVANTES, 2004).

um setor industrial em crescimento. O processo de industrialização requeria financiamento de curto e médio prazos e de capital de giro. Com esta preocupação, o governo Vargas (1930-1945), estabeleceu normas legais e regulamentos voltados ao aperfeiçoamento e à expansão do sistema de crédito.

Em 1930, a Lei nº.19.525 restabeleceu a Carteira de Redescoto no Banco do Brasil, que redescotava notas promissórias oriundas de transações com o comércio, a agricultura e a indústria em um prazo de até 120 dias. Em 1932, o Decreto nº.21.537, autorizava o redescoto de títulos para o financiamento do setor fabril. Outra ação implementada foi a criação da Caixa de Mobilização Bancária (CAMOB) do Banco do Brasil que visava assegurar aos bancos uma maior mobilidade com seus ativos. Em 1935, a Resolução nº.160 proibia operações de redescoto para títulos do governo, favorecendo exclusivamente as operações relacionadas à produção.

O crédito especializado no Brasil foi estabelecido em 1937 com a criação da Carteira de Crédito Agrícola e Industrial (CREAI) do Banco do Brasil. A CREAI concedia empréstimos com prazos de até dez anos. Entre 1938 e 1952, os empréstimos da CREAI expandiram consideravelmente, passando de 0,5% do total dos empréstimos do sistema bancários, para 10,2%. Em 1952 os créditos concedidos pela CREAI representavam cerca de 46% dos créditos concedidos pelo Banco do Brasil (COSTA NETO, 2004).

Entre 1935 e 1945 teve-se a criação de diversos bancos privados, como o Bradesco, o Unibanco, o Nacional e o Mercantil de São Paulo. Para se ter uma ideia do crescimento das instituições bancárias, as mesmas que eram em total de 118 em 1935, passaram para 663 em 1944 (CAVALCANTE, 2002). Ao mesmo, observa-se uma constante expansão dos empréstimos bancários para os setores industrial, de comércio e agricultura, entre 1930 e 1945, por parte dos bancos comerciais e do Banco do Brasil (OLIVEIRA, 1996).

Ao final do governo de Vargas, em 1945, foi criada a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) com o objetivo de realizar o controle monetário nacional. A Sumoc “seria responsável pela requisição da emissão de papel moeda junto ao Tesouro Nacional; receberia com exclusividade depósitos de bancos; orientaria a fiscalização das operações bancárias e a política de câmbio; promoveria a compra e venda de títulos do governo federal em Bolsa e autorizaria o redescoto de títulos e empréstimos a bancos” (RAPOSO & KASAHARA, 2004: 4). Portanto, a SUMOC era o órgão normativo das políticas monetárias e cambial, sem ter autoridade monetária, e o Banco do Brasil, por sua vez, continuava sendo o agente financeiro do governo, sendo o banqueiro do Tesouro e do sistema bancário através da Carteira de Redescoto e da Caixa de Mobilização Bancária (RESENDE, 1990).

Até este período, portanto, a expansão do sistema financeiro esteve associada ao amadurecimento da economia e à transição de um modelo agrário-exportador, para o de industrialização liderada pela substituição de importações. Concomitantemente, o estado intensificou a sua presença no sistema financeiro através da criação de bancos estaduais (CAVALCANTE, 2002:203). De acordo com Tavares (1979) a passagem para um modelo de desenvolvimento para dentro gerou uma tensão crescente sobre as instituições financeiras do país. Os mecanismos e instrumentos financeiros que foram criados ao longo do tempo eram uma reação às condições adversas do mercado ou uma adaptação às exigências da estrutura produtiva. Portanto, era difícil “alcançar-se em cada etapa do desenvolvimento industrial uma estrutura financeira adequada à solução dos problemas de financiamento emergentes” (TAVARES: 1979:130).

Nos anos 50, o processo de industrialização em andamento, requeria o financiamento de projetos estruturantes. Buscando solucionar as necessidades de financiamento de longo prazo é que, em 1952, foi criado o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE). Os recursos do BNDE eram provenientes de um adicional sobre o imposto de renda e das reservas técnicas das companhias de seguro e de capitalização. O Banco contava também com a captação de recursos em moeda estrangeira oriundos de agências internacionais. Depois de 1974 os empréstimos do BNDE¹⁹ passaram a contar também com recursos dos fundos do Programa de Integração Social (PIS) e do Programa de Assistência ao Servidor Público (PASEP).

Na década de 50 e 60, também foram criados bancos federais com abrangência regional como o Banco do Nordeste (1952) e o Banco da Amazônia (1966), bancos regionais de desenvolvimento como o Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul (1962) e bancos estaduais de desenvolvimento, como Banco de Desenvolvimento de Minas Gerais (1962). Este conjunto de instituições formava “um sistema razoavelmente articulado de instituições financeiras capazes de executar uma política de crédito do setor público” (CAVALCANTE, 2002: 204). Por outro lado, os bancos não conseguiram acompanhar o crescimento industrial e comercial, mantendo o seu caráter essencialmente regional, a propriedade familiar e um espectro limitado de serviços (BARKER, 1990).

No período de 1964/68 foram realizadas várias reformas institucionais no sistema financeiro. A percepção do governo era a de que o sistema financeiro estava bloqueando o processo de expansão econômica²⁰. Com a intensificação do processo de industrialização nos anos 50, tornava-se necessário uma reorganização do sistema financeiro. O mesmo era inadequado para financiar o consumo de bens duráveis e as necessidades de capital de giro das empresas. A lei de usura (de 1933), que estabelecia o teto de 12% para as taxas de juros, fazia com que as transações de curto prazo fossem a regra, principalmente na vigência de elevadas taxas de inflação.

As reformas financeiras realizadas foram inspiradas no modelo norte-americano que possuía um sistema financeiro segmentado. A Lei da Reforma Bancária, Lei 4.595/64, estabeleceu o modelo das instituições especializadas e foi responsável pela criação do Banco Central e da Comissão de Valores Mobiliários. A Lei 4.357/64 introduziu o conceito de correção monetária. A Lei 4.728/65, Lei do Mercado de Capitais, regulamentou as atividades das bolsas de valores, criou incentivos fiscais para a emissão e aquisição de ações e debêntures e definiu as funções dos bancos de investimento (PUGA, 1999:9).

O campo de atuação das instituições do sistema financeiro ficava definido da seguinte forma: (a) bancos comerciais, responsáveis pelos depósitos e empréstimos de curto prazo; (b) bancos de investimento, responsáveis pela promoção do mercado de capitais de forma a financiar o investimento privado; (c) instituições de poupança e empréstimo, responsáveis pelo financiamento do setor habitacional; (d) companhias de crédito, financiamento e investimento, responsáveis pelo crédito ao consumidor; (e) corretoras e distribuidoras de valores com a função de apoiar o desenvolvimento das bolsas de valores. Os créditos de longo prazo seriam concedidos, principalmente, pelo BNDE com recurso do FGTS, PIS e PASEP.

¹⁹ Em 1982, o BNDE passou a ser chamado de BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.

²⁰ A visão do governo era a de que a repressão financeira estava detendo o desenvolvimento do país, sendo necessário aumentar a poupança agregada via o estabelecimento de mecanismos de correção monetária e de aumento da poupança pública (CASTRO, 2008).

A Lei 4.594 também restringia a entrada de instituições financeiras estrangeiras²¹, permitindo apenas a instalação de escritórios de representação das mesmas. A entrada de instituições financeiras estrangeiras poderia acontecer mediante autorização do BACEN ou por decreto do poder executivo. A entrada de investidores estrangeiros era admitida através de participação minoritária em bancos de investimentos e empresas de leasing e a entrada de bancos comerciais estrangeiros acontecia mediante a aplicação do princípio de reciprocidade²² (FREITAS, 1999). Entre 1962-81 15 novos bancos ingressaram no país, sendo resultante de acordos bilaterais de reciprocidade (CORRAZA, 2000).

Durante a reforma foi criado o Banco Central. Até então as funções do Bacen eram realizadas pela Sumoc e pelo Banco do Brasil. O Bacen passou a ter a inteira responsabilidade e o privilégio da emissão de moedas, com a abolição da Caixa de Amortização. Foi criado o Conselho Monetário Nacional (CMN) para substituir o Conselho da Sumoc. A CARED e a CAMOB foram também abolidas e o controle e a execução das operações de câmbio passaram a ser realizadas pelo Bacen. Por sua vez, o Banco do Brasil permaneceu como agente financeiro do governo, mas sem o privilégio de fornecer crédito ao mesmo (CORAZZA, 2006). A Lei da Reforma Bancária estabeleceu, também, que os bancos públicos estivessem sujeitos à mesma regulamentação que os bancos privados (Ness, Jr, 2000). Outra mudança importante foi a criação do Sistema Nacional de Habitação, em 1964, quando foi constituído um fundo específico para o financiamento à habitação através do estabelecimento do Banco Nacional de Habitação- BNH (Lei 4.728/65).

A reforma de 1964, contudo, não levou a uma mudança significativa da estrutura do sistema financeiro. Não foi capaz de desenvolver um mercado de financiamento de longo prazo dos bancos de investimento privado, de forma que o investimento industrial ficou limitado ao crédito público, via atuação do BNDE. Por sua vez, conseguiu atender a uma das solicitações do setor empresarial que era a expansão do crédito ao consumo.

De acordo com Hermann (2003) o fracasso da reforma remeteu a três fatores: (1) falhas no diagnóstico do problema financeiro que atribuiu as dificuldades de financiamento de longo prazo à insuficiência de poupança doméstica; (2) a persistência do processo inflacionário; (3) falhas na gestão da política financeira, que em vários momentos flexibilizou a legislação vigente, acabando por permitir a conglomeração financeira.

O fracasso no estabelecimento dos bancos de investimentos, que eram a peça fundamental para a consolidação do mercado de valores mobiliários, foi por alguns estudiosos atribuída à impossibilidade de desenvolvimento de ativos financeiros de longo prazo em economias com inflação crônica. Outros autores atribuíram o insucesso à recusa do capital bancário em participar em atividades de maior risco (CRUZ, 1994).

Por sua vez, a partir de 1967 começou um processo de concentração bancária de grande magnitude. Diferentemente dos processos de concentração observados entre 1940 e 1964, que

²¹ Entre o pós-guerra e a primeira década dos anos 60, legalmente, os bancos estrangeiros possuíam livre acesso ao sistema financeiro brasileiro. A Constituição de 1946 não fazia distinção entre bancos nacionais e estrangeiros do ponto de vista do controle do capital (FREITAS, 1999), mas a presença de instituições estrangeiras manteve-se pequena até a década de 60. No período de 1946-60 somente 7 bancos estrangeiros entraram no país (CORRAZA, 2000).

²² Este princípio foi definido pela primeira vez na Lei nº 4.131/ 62 e “autorizava a entrada de instituições bancárias estrangeiras originárias daqueles países que permitiam a entrada de bancos brasileiros em seus sistemas financeiros” (FREITAS, 1999: 102).

remetiam à fragilidade de algumas instituições do sistema financeiro, neste período, a concentração bancária remeteu, de acordo com Macarini (2007), à um reposicionamento estratégico das grandes instituições. O número de bancos comerciais passou de 188 em 1968 para 72 em 1974. Entre 1967-76 a parcela dos cinco maiores bancos comerciais privados no total de depósitos do sistema financeiro passou de 20,9% para 34,2%. Paralelamente à concentração bancária, observou-se também um movimento de centralização financeira com o surgimento de grandes conglomerados financeiros liderados por bancos comerciais.

Conforme destacado por Miranda e Tavares (1999) o capital bancário nacional se associara indiretamente com o capital financeiro internacional ao captar recursos externos e repassar aos empresários produtivos na forma de empréstimos²³. Em vista disto, a centralização do capital financeiro não implicou na associação dos capitais industrial e comercial sob a hegemonia do capital bancário. As fusões dos grupos financeiros não visavam uma rearticulação patrimonial e sim somente um processo de concentração do capital bancário.

Saes (2001), que sintetiza o pensamento econômico sobre este período, coloca que “a concentração evidenciou que a reforma bancária e a do mercado de capitais não produziram resultados permanentes, e que ainda se via alguma inadequação na estrutura do sistema bancário às necessidades de financiamento da economia (p.87)”. Para Studart (1995) apesar da reforma ter alcançado sucesso na diversificação dos ativos e de ter impulsionado o consumo de bens duráveis e o mercado habitacional ela não foi capaz de criar um sistema financeiro funcional ao desenvolvimento econômico do país.

Nos anos 80 o sistema financeiro apresentava uma posição consolidada. Contudo, a crônica instabilidade macroeconômica acentuava as dificuldades de financiamento de longo prazo. Por sua vez, as restrições do sistema financeiro público criaram oportunidades lucrativas de curto prazo para o sistema bancário²⁴. A partir de 1985, observa-se a constituição de *holdings*, a partir dos conglomerados criados no final da década de 70. A incorporação de empresas não-financeiras fazia parte de estratégia de defesa do patrimônio.

Em 1988 houve outra reforma do sistema bancário. Nesta ocasião o BACEN autorizou a criação de bancos múltiplos, que combinavam carteiras de banco comercial e de banco de investimento (Resolução 1.529 da CVM). De acordo com Hermann (2002) a reforma representou apenas a institucionalização de uma estrutura já vigente no sistema bancário brasileiro, que já operava como banco múltiplo²⁵.

O Plano Real, implantado a partir de 1994, levou a uma reorientação do sistema financeiro, na medida em que, com o fim da inflação, as instituições financeiras perderam parte significativa da receita inflacionária. Entre 1990-1993 a receita inflacionária como percentual do PIB chegava a 4%, reduzindo a 2% em 1994 e para 0,1% em 1995. A receita inflacionária como percentual sobre a produção imputada do setor bancário que era de 87,3% em 1993, reduziu-se para 49,5% em 1994 e para 1,6% em 1995 (CORRAZA, 2000).

²³ O risco cambial era assumido pelas autoridades monetárias, o Bacen e o Banco do Brasil.

²⁴ Neste período as estratégias dos bancos podem ser sintetizadas: (a) aumento da participação dos títulos públicos (de curto prazo) no ativo; (b) encolhimento relativo das operações de crédito; (c) pesados investimentos em informatização dos serviços visando à redução dos custos operacionais; e (d) diversificação para fora, para o setor não-financeiro (HERMANN, 2002:8).

²⁵ A autora reafirma isto citando que a participação dos bancos múltiplos nos empréstimos totais do sistema financeiro brasileiro elevaram-se rapidamente de 28% em 1989 para 42% no ano seguinte.

A redução da receita inflacionária e a crescente entrada de bancos estrangeiros a partir de 1996, levaram a um aumento da competição e à reestruturação do setor financeiro brasileiro. A reestruturação do setor financeiro foi estimulada pelo governo, que criou o Programa de Reestruturação e Fortalecimento do Sistema Financeiro (PROER) em 1995 e o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estatal na Atividade Bancária (PROES), em 1997.

O PROER visava disponibilizar recursos, através do Bacen, para que instituições financeiras sólidas adquirissem o controle acionário de bancos em dificuldades. Por sua vez, o PROES visava promover o saneamento dos bancos estaduais, sendo condicionado à três opções: privatização, liquidação ou transformação em agência de fomento. O principal resultado do PROER e do PROES foi a concentração do sistema financeiro brasileiro. A redução no número dos bancos múltiplos e comerciais pode ser visualizada na tabela 1.

TABELA 1
Instituições financeiras e demais entidades autorizadas pelo Banco Central do Brasil, em funcionamento, 1994 e 2001

Tipos	30/06/1994		31/12/2001	
	Sedes	Agências	Sedes	Agências
Bancos comerciais	34	4.258	28	389
Bancos múltiplos	212	11.330	154	14.974
Bancos de desenvolvimento	6	9	4	10
Bancos de investimento	17	51	20	47
Caixas econômicas	2	1.929	1	1.689
Sociedades Cooperativas	853	-	1.307	-
Sociedade de crédito, financ. e investimento	42	103	39	72
Soc. Corret. de títulos e valores mobiliários	244	356	177	297
Sociedades Corretoras de câmbio	43	47	41	60
Sociedades distribuidoras	371	642	156	252
Sociedades de investimento	4	0	0	0
Sociedades de arrendamento mercantil	67	110	71	83
Sociedades de crédito imobiliário	24	40	16	27>
Sociedades de crédito ao microempreendedor	-	-	14	5
Associações de poupança e empréstimo	2	1	2	2
Companhias hipotecárias	-	-	7	7
Agência de fomento ou desenvolvimento	-	-	9	9
Total	1.921	18.876	2.046	17.849
Fundos de investimento e de aplicação	1.008	0	5.182	-
Administradoras de consórcio	507	3.516	397	10.378
Total	3.436	22.392	7.625	28.227

Fonte: Bacen (2002).

Outra mudança no sistema financeiro brasileiro foi a crescente entrada de instituições estrangeiras na década de 90. A constituição de 1988 proibia a entrada de bancos estrangeiros no Brasil, mas vários ingressos ocorreram via Disposições Transitórias da Constituição²⁶. Em 1995, a Exposição de Motivo nº 311, estabelecia que era de interesse do país a entrada e o aumento de instituições financeiras estrangeiras no Brasil (FREITAS, 1999).

²⁶ Estas disposições permitiam a entrada de bancos estrangeiros através de acordos internacionais e da aplicação do princípio de reciprocidade ou por decisão do Presidente, se julgasse de interesse nacional.

Observou-se, pois, um significativo aumento de bancos estrangeiros no Brasil. Entre 06/1995 (antes da EM 311) e 12/1998, o número de bancos estrangeiros passou de 37 para 52. Os bancos nacionais com controle estrangeiro passaram de 20 para 36. A participação dos bancos estrangeiros no total dos bancos múltiplos e comerciais passou de 15,4% para 25,6% (PUGA, 1999). Ademais do ingresso de novas instituições observou-se o a ampliação das instituições existentes com a aquisição de bancos nacionais.

A crescente presença de bancos estrangeiros pode ser visualizada na tabela 2, que apresenta o *market-share* no setor bancário. Entre 1993 e 2000 o *market-share* dos bancos com controle estrangeiro aumentou gradativamente passando de 8,4% para 27,4%.

TABELA 2
Market-share do setor bancário no Brasil (Total de Ativos), 1993/2000 (%)

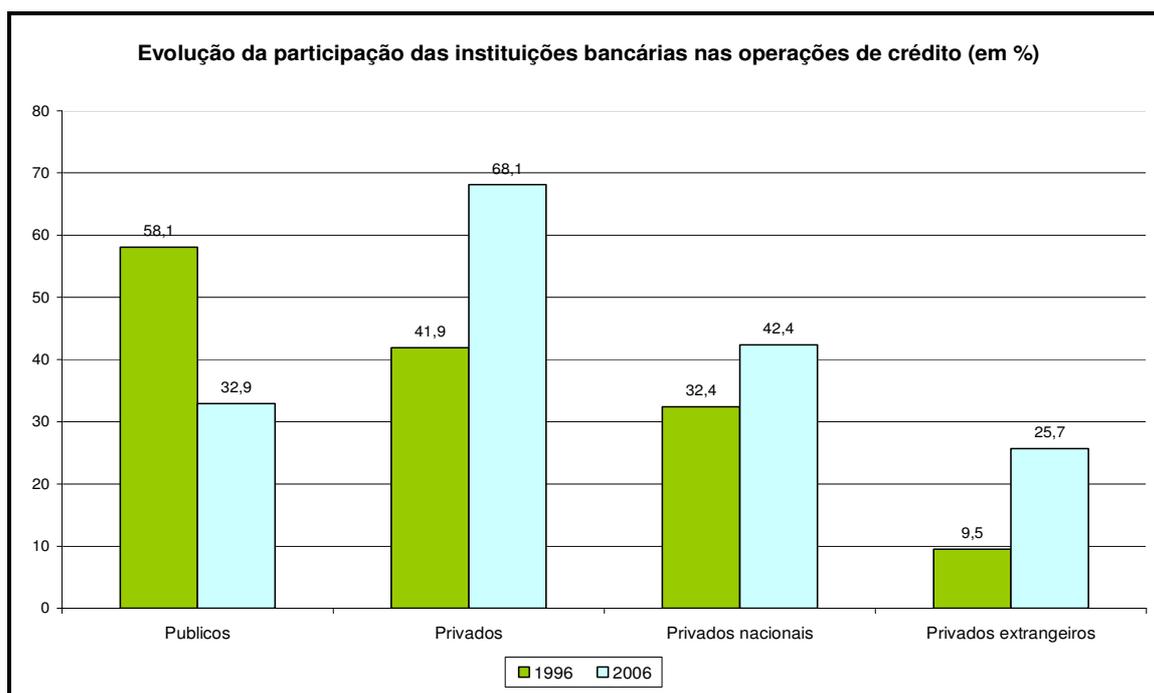
Instituição	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Bancos com controle estrangeiro	8,4	7,2	8,4	9,8	12,8	18,4	23,2	27,4
Bancos domésticos privados	40,7	41,2	39,2	39,0	36,8	35,3	33,1	35,2
Bancos públicos (+ caixas estaduais)	13,4	18,2	21,9	21,9	19,1	11,4	10,2	5,6
Caixa Econômica Federal	14,5	15,0	16,4	16,5	16,6	17,0	17,0	15,4
Banco do Brasil	22,9	18,3	13,9	12,5	14,4	17,4	15,8	15,6
Cooperativas de crédito	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,7	0,8
Setor bancário	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Bacen. (Paula, 2004).

Com a redução da participação dos bancos públicos houve um aumento das operações de crédito realizadas por bancos privados. Em 1996 os bancos públicos respondiam por cerca de 60% das operações de crédito, passando para 32% em 2006. Por sua vez, a participação dos bancos privados em operações de crédito aumentou mais de 60%, passando de cerca de 42% em 1996 para 68% em 2006.

Alguns pesquisadores classificam o sistema financeiro brasileiro, até o final do século XX, como um típico sistema baseado no crédito público, no qual a voz do governo está presente (CASTRO, 2008; HERMAN & STUDART, 2001). Somente, no final dos anos 90, com os processos de privatização e de desregulamentação é que a presença do governo no sistema financeiro teria começado a se reduzir.

GRÁFICO 1



Fonte: Bacen (Ipea, 2009).

Por outro lado, Costa e Deos (2002) destacam que há dificuldades para classificar o sistema financeiro brasileiro dentro na tipologia desenvolvida em Zyman (1983), visto que o “mercado de capitais é raquítico, o crédito público é insuficiente, e o crédito privado é incipiente” (p.14). Sugerem, pois, que seria mais apropriada uma classificação dentro do regime macroeconômico proposto por Hicks (1974) de economia de autofinanciamento (ou de fundos próprios), mas sem a modalidade efetiva da emissão de ações que é uma das fontes de recursos próprios.

Em termos do papel do sistema financeiro brasileiro no desenvolvimento econômico nacional, Studart (1995) enfatiza que o sistema financeiro não foi funcional ao crescimento econômico passado. Em termos do padrão de financiamento do desenvolvimento que pode ser esperado, o autor assinala duas perspectivas de longo prazo:

1. Os bancos universais melhoram seus elos com o setor produtivo, tornando-se centros de conglomerados financeiros-industriais, como os bancos universais alemães;
2. Grandes bancos múltiplos integram a provisão de crédito com serviços baseados em subscrição, consultorias de mercado de capitais (*capital market advisory*), gerenciamento de ativos e seguro. Esta é uma estratégia que já é seguida por alguns bancos privados no Brasil e por isso a estrutura financeira brasileira iria se assemelhar à de um sistema baseado no mercado de capitais (STUDART, 2000: 41).

5. 2. O Mercado de Capitais

O mercado de capitais no Brasil, após a reforma de 1964, não se desenvolveu conforme o esperado. De acordo com Bastos *et. al.* (2000) isto foi proveniente da ausência de leis, de instituições e de demandas por parte das empresas. As necessidades de financiamento das empresas eram restritas e as mesmas eram supridas com recursos próprios (lucros retidos) e créditos oficiais e comerciais, como os oriundos do BNDES.

Diversas foram as iniciativas para o desenvolvimento do mercado de capitais. Um exemplo foi a criação dos Fundos 157 (Decreto Lei nº 157) que permitia aos contribuintes a opção de utilizar de 2% a 4% do imposto de renda devido para a aquisição de quotas de empresas de capital aberto. Em 1976 foi estabelecida uma nova Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404) que conferia às empresas o direito de emitir e negociar até 2/3 de ações preferenciais sem direito a voto. Neste mesmo ano, foi estabelecida uma segunda Lei do Mercado de Capitais (Lei nº 6.385) que criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e estabeleceu disposições gerais sobre o mercado mobiliário. Estes esforços, contudo, não foram capazes de fomentar o desenvolvimento do mercado de capitais, que apresentou apenas alguns surtos esporádicos de crescimento.

Na década de 80 o mercado acionário brasileiro apresentou um fraco desempenho, tendo o valor de mercado das empresas brasileiras permanecido praticamente estagnado entre 1985 e 1992. O período de maior dinamismo foi observado após o Plano Cruzado, quando a redução das taxas de inflação repercutiu de forma favorável sobre as expectativas dos agentes que aumentaram a demanda por ações (PRATES, 1999).

Na década de 90, com a liberalização econômica, a principal modificação no marco regulatório foi visando flexibilizar a entrada de capital estrangeiro no mercado brasileiro. Foi concedida aos investidores estrangeiros a possibilidade de acessar o mercado brasileiro através de investidores institucionais estrangeiros (fundos de pensão, companhias de seguro, instituições financeiras estrangeiras, fundos de investimento constituídos no exterior, ect.) ou através das aquisição de cotas de fundos de investimento (PRATES, 1999).

Em 1991, foram criados os Fundos de Privatização - Capital Estrangeiro, destinados para a aquisição de papéis em empresas em processo de privatização e de moedas de privatização. Em 1993 foram criados os Fundos de Renda Fixa – Capital Estrangeiro que permitiam, ao investidor estrangeiro, a opção de investir em aplicações de renda fixa. Em 1996 abriram-se duas alternativas de participação do capital estrangeiro em fundos constituídos no país, o Fundo de Investimento em Empresas Emergentes e o Fundo de Investimento Imobiliário (HERMANN & STUDART, 2001: 62).

Com estas mudanças, observou-se um aumento no número dos fundos de pensão no país. Entre 1985-97 os fundos de pensão passaram de 256 para 339. Os investimentos dos fundos passaram de US\$ 17 bilhões (2% do PIB) para US\$ 78 bilhões (11,5% do PIB). Entre 1992 e 1997 o número de empresas listadas na bolsa de valores aumentou 12%, ao passo que o valor de mercado das mesmas aumentou 464% no mesmo período. Contudo, o crescimento do mercado de capitais se concentrou no mercado secundário (STUDART, 2000).

Conforme síntese de Prates (1999: 54): “o grau de concentração dos negócios na Bovespa não diminuiu na década dos 90, pois os investidores estrangeiros adquiriram, essencialmente, ações de empresas estatais, tendo em vista a perspectiva de valorização após privatização. A abertura financeira não resultou, portanto, num aumento do valor de mercado e da liquidez das ações das empresas privadas, o que desestimulou a demanda dos investidores e a realização de novas colocações pelas empresas. Criou-se, assim, um círculo vicioso, pois o pequeno volume de emissões primárias implicou redução da participação relativa das ações dessas empresas no mercado secundário, o que contribuiu para a concentração das negociações nos papéis mais líquidos”.

Em 2000, o diagnóstico era de que o mercado de capitais brasileiro apresentava restrições que obstruíam o seu desenvolvimento, a saber: (1) estrutura tributária brasileira não incentiva operações com renda variável e as onera com o CPMF; (2) restrições que a CVM, como órgão público, tem para contratar e pagar bem pessoal qualificado para agilizar e reforçar o controle do mercado; (3) grande estoque de ações preferenciais existentes (BASTOS *et al.*, 2000). Nesta direção, em 2001 foi sancionada a nova Lei das Sociedades Anônimas (Lei 10.303/01) que alterou a legislação de 1976. Esta lei buscava reduzir os conflitos oriundos de diferentes interesses entre gestores e acionistas, sobretudo os minoritários.

Em dezembro de 2000 a Bovespa implantou o Novo Mercado e Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (Nível 1 e 2) visando proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse o interesse do investidor e a valorização das empresas. As empresas devem se comprometer a adotar práticas adicionais de governança corporativa, que visam a redução do risco para o investidor e uma melhor precificação das ações (BOVESPA, 2007). De acordo com o Boletim Informativo de abril de 2009 haviam 99 empresas listadas no Novo Mercado (22,9% do total das empresas), que respondiam por R\$ 659.000 milhões de capitalização (18,0 % do total).

Conforme relatório recente da FUNDAP (2008), o mercado de capitais brasileiro vem apresentando, desde 2005, uma forte expansão da captação de recursos pelas empresas brasileiras. Em 2006 as emissões de ações atingiram R\$ 14,4 bilhões, representando um aumento de 225% em relação a 2005. Em 2007, as emissões primárias (abertura de capital) e secundárias de ações totalizaram R\$ 33,1 bilhões. Em 2007 haviam 682 companhias abertas, um crescimento de cerca de 10% em relação a 2005. Contudo, conforme destacado por Sant’anna (2008) o lançamento de ações no mercado continua limitado a um grupo pequeno de setores²⁷. Mesmo com estes avanços, a comparação internacional aponta que ainda há um longo trajeto a ser percorrido pelo mercado acionário para sua consolidação como fonte efetiva de financiamento para as empresas (FUNDAP, 2008: 11).

²⁷ No período de 2004-2006 o autor apresenta que houve emissões significativas de empresas imobiliárias, do setor de alimentos (financiamento de fusões e aquisições internacionais), de mineração, transporte e energia elétrica (sendo estes três últimos as captações realizadas para aumento de capital fixo).

5.3. O Financiamento das Empresas no Brasil

O financiamento das empresas no Brasil, durante todos os períodos de intenso crescimento da economia, foram realizados com recursos provenientes de lucros retidos (autofinanciamento) e através de créditos públicos e externos. Este foi o modelo vigente entre o final da segunda guerra mundial e o final da década de 70 (HERMANN, 2003). Neste sentido, a atuação do sistema financeiro brasileiro tem sido disfuncional do ponto de vista da necessidade do apoio ao crescimento econômico (STUDART, 1995).

O primeiro período de intenso crescimento aconteceu no Plano de Metas, durante o governo de Juscelino Kubstichek, no período de 1956 a 1961. O Plano tinha como objetivo intensificar a substituição de importações de bens industriais, contemplando as áreas de energia e transporte, alimentação, indústria de base, educação e a construção da capital, Brasília. Em vista da ausência de mecanismos privados de financiamento de longo prazo, o financiamento do Plano de Metas se deu através de fundos públicos, de agências de crédito governamental e do setor privado (ENNES, 2006). O financiamento do Plano de Metas contou com recursos do BNDE e da atração de recursos externos através da Instrução 113 da Sumoc (1955), que concedia instrumentos para a entrada de capital estrangeiro no país.

O Plano de Metas alcançou o sucesso em termos de crescimento econômico e de mudança da estrutura industrial. Ademais levou à consolidação de grandes empresas nacionais. Contudo, o *gap* entre o desenvolvimento econômico e financeiro não foi solucionado. A nova estrutura industrial era dependente de créditos de médio prazo para financiar suas operações, e, em vista, da precária distribuição de renda, a existência de termos de venda para financiar o consumo de bens duráveis era fundamental para a utilização de toda a capacidade do setor (STUDART, 1995: 96).

Pela perspectiva das empresas, tem-se que a estrutura industrial criada a partir dos anos 50 caracterizava-se por uma elevada concentração²⁸. Estes oligopólios contavam com barreiras à entrada e barreiras legais (oriundas da reserva de mercado) que propiciavam a formação de preços com margens elevadas. Ademais disto, o regime salarial²⁹ vigente e as diversas ações governamentais (benesses cambiais, fiscais, tarifárias e creditícias) garantiam levados lucros. Estes lucros possibilitavam o autofinanciamento por parte das empresas brasileiras (CRUZ, 1994).

As empresas estrangeiras, presentes nos setores de bens de consumo duráveis e de bens de capital e em segmentos das indústrias de alimentos, têxtil e vestuário, utilizavam, de forma complementar, recursos do exterior para o seu financiamento. Estes recursos eram na forma de capital de risco, de financiamento às importações e de empréstimos em moedas.

As empresas estatais, por sua vez, forneciam os serviços de infra-estrutura, estando concentradas em setores que exigiam elevados capitais e um longo período de maturação dos investimentos (como petróleo, siderurgia, hidrelétricas, ect.). Em alguns casos, estas empresas

²⁸ Alguns setores foram criados na forma de oligopólios - como o automobilístico e material elétrico, de insumos básicos e de equipamentos pesados estandarizados - ao passo que outros foram se concentrando no decorrer da década - como o de bens duráveis de consumo.

²⁹ Os salários reais, na maioria das vezes, não conseguiam acompanhar o elevado aumento da produtividade. Ademais a inflação proporcionava uma redistribuição a favor das grandes empresas.

dispunham de monopólios, mas por imposição do governo não praticavam elevados preços. Isto acarretava em constantes necessidades de aporte de recursos externos, que eram realizados pelo BNDE. Depois do golpe militar de 1964, porém, o BNDE passou a destinar cada vez mais recursos ao setor privado. A título de exemplo, cita-se que antes de 64 as empresas estatais recebiam 90% dos recursos do Banco, e em meados da década de 70, as mesmas absorviam menos de 20% dos recursos.

Até a década de 60, apesar da existência de uma variedade de instituições, a principal fonte de financiamento para as empresas era recursos de curto prazo baseadas em depósitos à vista. A única alternativa para as empresas, fora do setor público, era o desconto de títulos resgatáveis e de notas promissórias junto aos bancos comerciais, devendo a quitação ser realizada em um curto espaço de tempo (BARKER, 1990).

Uma segunda fase de expansão de deu no período de 1968-73, denominado de “milagre econômico”, no governo Médici. Entre 1970 e 1973, no auge do ciclo de crescimento, as empresas se financiaram via autofinanciamento e de forma complementar através de créditos do sistema bancário. De acordo com Costa e Deos (2002) em 1973 foi a primeira vez na qual o setor financeiro privado conjuntamente concedeu mais créditos do que as instituições financeiras públicas.

O II Plano de Desenvolvimento Econômico (PND) que teve início em meados da década de 70, durante o governo Geisel, mais uma vez teve as empresas estatais como protagonistas principais do processo de industrialização que se fazia necessário finalizar. A necessidade de elevadas inversões, e dado que as empresas estatais tinham sua capacidade de geração interna de recursos comprometida pela política de preços e tarifas (CRUZ, 1994), teve como solução a tomada de empréstimos diretamente do exterior. Diferentemente do ocorrido durante o Plano de Metas onde os empréstimos externos eram contratados pelo BNDE, no II PND os mesmos foram realizados diretamente pelas empresas. A Resolução nº 63 do Bacen permitiu que as empresas nacionais acessassem empréstimos em moeda estrangeira em condições especiais.

Com a crise da dívida na década de 80, a economia brasileira iniciou um período de crônica instabilidade macroeconômica. O autofinanciamento “tornou-se, então, a forma predominante (e mais segura) de geração de recursos para as empresas, retraindo fortemente as oportunidades de intermediação pelo sistema financeiro” (STUDART & HERMANN, 2001: 59). Em 1984, o autofinanciamento das empresas privadas nacionais era 76,8% e das empresas privadas estrangeiras 87,7%. Em 1978 estes percentuais eram respectivamente 58,8% e 76,7% (Lees et. al., 1990: 330. *Apud* STUDART & HERMANN, 2001).

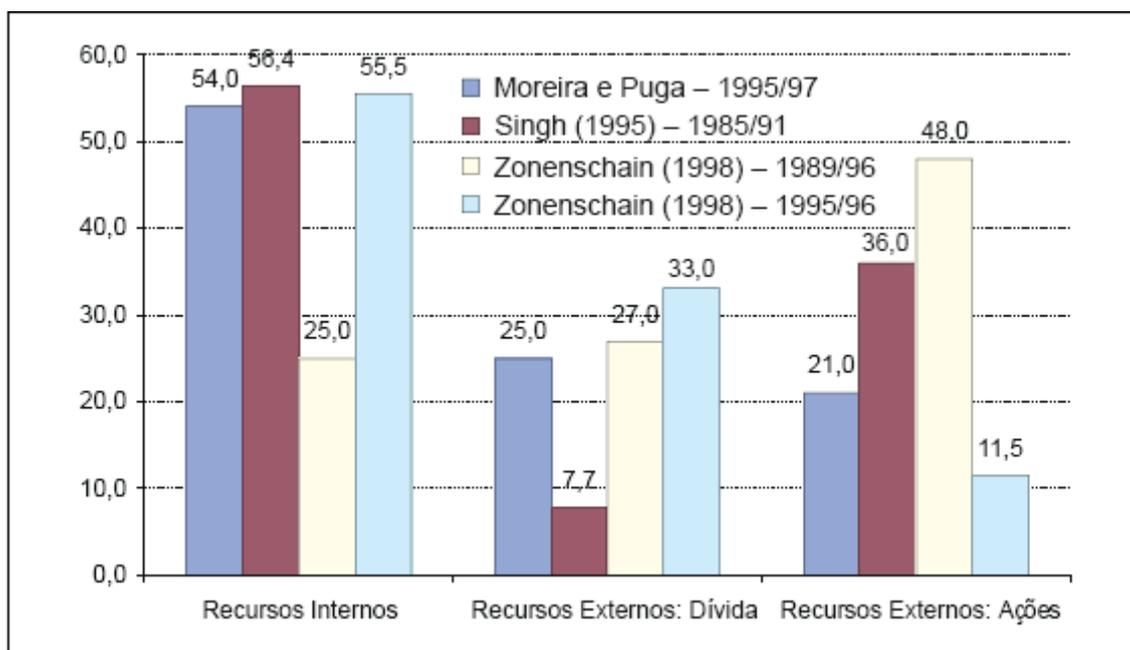
Por sua vez as empresas estatais “cuja capacidade de autofinanciamento foi erodida pelo elevado endividamento externo, pelo choque dos juros internacionais e pela repressão de preços imposta pelo governo, como parte de sua política antiinflacionária, aumentaram o grau de utilização de recursos de terceiros nesse período, reduzindo o autofinanciamento de 50,7% em 1978 para 40,4% em 1984” (STUDART & HERMANN, 2001:59). Concomitantemente, a capacidade de investimento das empresas estatais foi muito comprometida: entre 1975/79 (período do II PND) os investimentos das estatais eram equivalentes a 7% do PIB, estando reduzidos a 2,7% do PIB entre 1986/90 (FRENKEL, 1991, *Apud* CRUZ, 1994).

Portanto, até a década de 90 o financiamento do desenvolvimento foi baseado no financiamento público (através de repasse de recursos fiscais e parafiscais) e no autofinanciamento. Conforme síntese de Costa e Deos (2002) os desequilíbrios no orçamento da União e dos Estados não permitiram a continuidade no repasse dos recursos. Ademais o elevado desemprego levou a uma redução dos recursos do FGTS³⁰. Por outro lado, a estabilização financeira, a abertura comercial e a redução do mercado consumidor limitaram a elevação do *mark-up* das empresas, que eram a fonte de lucros retidos. Por sua vez, com a estabilização o processo de financiamento às empresas pode ser retomado pelos bancos públicos. O BNDES voltou ao financiamento de empresas a partir de 1994.

Evidências recentes sobre o financiamento das empresas brasileiras apontam que as mesmas continuam a utilizar, com maior frequência, recursos próprio nas suas estratégias de expansão. Zonenschain (1998) analisou o padrão de financiamento de 216 empresas brasileiras de capital aberto da indústria de transformação no período de 1989 a 1996. Singh (1995) analisou 100 empresas de capital aberto no período de 1985 a 1991. Moreira e Puga (2000) investigaram 4.312 empresas brasileiras de capital aberto e fechado³¹ entre 1995-97. Os resultados dos três estudos são apresentados no gráfico 2 que foi extraído do último trabalho.

GRÁFICO 2

Padrão de financiamento das empresas industriais no Brasil: trabalhos selecionados



Fonte: Moreira e Puga (2000).

Os resultados sugerem que as empresas brasileiras utilizam fortemente a geração interna de recursos no financiamento do seu crescimento. O financiamento via empréstimos aparece em segundo

³⁰ Em 1991 os recursos do FGTS equivaliam a 1,08% do PIB. Em 1997 eram 0,35% (CARVALHO & PINHEIRO, 1999).

³¹ Foram utilizados dados do IRPJ lucro real para os anos de 1995, 1996 e 1997.

lugar e em terceiro e financiamento via emissão de ações³². Moreira e Puga (2000) destacam que a maior importância atribuída ao crédito no período de 1995-97 comparativamente ao período 1985-91 poderia estar associada às novas opções criadas após a estabilização e abertura da conta de capital através do avanço da securitização. Os autores concluem que as firmas brasileiras possuem uma estrutura de financiamento que se aproxima da tipologia de sistema financeiro baseado no mercado, mas não possuem um mercado de capitais desenvolvido que permite explorar as oportunidades de crescimento.

Jacob (2003) analisou 332 empresas de capital aberto listadas na Bovespa entre 1995 e 2001, encontrando que no ótimo ano da análise os recursos próprios respondiam por 42% dos recursos mobilizados para o financiamento. O endividamento oneroso³³ respondia por 33% e outras fontes por 24%.

6. BREVE REFLEXÃO SOBRE O SISTEMA FINANCEIRO NO BRASIL E FINANCIAMENTO À INOVAÇÃO

O sistema financeiro brasileiro, atualmente, é um sistema moderno, caracterizado pela presença de consolidadas instituições nacionais e internacionais. Diferentemente das experiências de alguns países, no Brasil o sistema financeiro nacional sempre se manteve distante do financiamento às empresas. Os diversos períodos de industrialização e crescimento produtivo foram financiados com recursos próprios das empresas, com empréstimos internacionais ou através do BNDES. Mesmo recentemente, a considerável expansão do crédito até 2007 esteve voltada para o consumo das famílias (FUNDAP, 2008).

Os investimentos em inovação e em novas tecnologias tem sido prioritariamente realizados com recursos internos das empresas, conforme evidenciado pelas diversas edições da PINTEC. Os recursos externos, na sua maioria, são os fornecidos pelas agências governamentais de fomento como é o caso da Finep, das FAPs e do BNDES. Há também recursos de agências como o SEBRAE, que também conta com orçamento governamental.

Os instrumentos de capital de risco que é uma das alternativas via o sistema financeiro ainda apresenta desafios para a sua consolidação no país. O capital de risco tem sido fortemente estimulado por ações da Finep e do BNDES, mas as empresas beneficiárias deste tipo de recursos ainda são em pequeno número. Este tipo de alternativa demanda a consolidação de um ambiente econômico-institucional favorável no país, o que ainda requer promoção de relevantes mudanças estruturais e institucionais. Ribeiro (2005) enumera características do ambiente no Brasil que inibem o investimento e o desenvolvimento de atividades de capital de risco: (1) poder judiciário ineficiente; (2) pouca proteção a investidores e credores; (3) crédito empresarial escasso e caro; (4) burocracia e corrupção no poder público; (5) leis e procedimentos fiscais ineficientes; (6) tributação excessiva

³² Moreira e Puga (2000) ressaltam que as análises de Zonenchain e Singh superestimam o papel do mercado acionário por incorporarem em suas investigações somente empresas de capital aberto.

³³ Neste grupo fazem parte os empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo e as debêntures, também de curto e longo prazo. Este agrupamento contém somente recursos em que há custo contratual dos passivos.

sobre pessoa jurídica; (7) alto grau de informalidade das empresas; (8) rigidez no mercado de mão de obra; (9) baixa representatividade e acessibilidade do mercado acionário.

Ademais é preciso viabilizar a participação do setor privado brasileiro em investimentos nacionais. Para isto, os papéis (novos títulos para financiar a indústria e a infra-estrutura) precisam ser atrativos na medida em que oferecem garantias, risco e rentabilidade compatíveis com o risco (PRATES *et al.*, 2000). A combinação retorno/risco dos ativos privados de longo prazo têm que ser mais atraentes que as condições vigentes nos demais ativos alternativos (ativos privados de curto prazo e títulos públicos).

Pode-se recuperar a análise realizada por Studart (1995) sobre o papel do sistema financeiro no desenvolvimento econômico. De acordo com o autor o sistema financeiro brasileiro não foi funcional no estímulo à industrialização do Brasil, na medida em que não foi capaz de promover a alocação de recursos para esta atividade, sem aumento considerável da fragilidade financeira. Neste momento, onde a competitividade das empresas e dos países esta calcada na geração de conhecimentos e de inovações, um sistema financeiro funcional seria aquele que fosse capaz de mobilizar recursos para este tipo de atividade.

Nesta direção Hanusch & Pyka (2007) destacam que as características do processo de inovação requerem pelo menos uma orientação do sistema financeiro voltada para o longo prazo e para a incerteza. Neste sentido, o sistema financeiro brasileiro mantém-se, ainda, como disfuncional ao processo de desenvolvimento econômico.

Conforme destacado por Alterburg (2008) é preciso que as políticas de inovação tenham também como foco as instituições de mercado e o melhor funcionamento das mesmas, como é o caso do sistema financeiro. Estas instituições explicam parte considerável do desempenho das empresas na medida em que podem acelerar o processo de aprendizado e o direcionamento de recursos. A título de exemplo, no Brasil as recentes políticas industriais ainda não foram capazes de coordenar os objetivos e resultados da política macroeconômica e os objetivos das políticas que envolvem a indústria, comércio, tecnologia e o SNI (SUZIGAN & FURTADO, 2006).

REFERÊNCIAS

- ALTENBURG, T. Building inclusive innovation systems in developing countries – why it is necessary to rethink the policy agenda. IN: Globelics Conference, Mexico City, September 22-24 2008.
- ARESTIS, P.; DEMETRIADES, P. Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence. *The Economic Journal*, v. 107, p. 783-799, May, 1997.
- _____. Finance and Growth: is Schumpeter right? *Análise Econômica*, v. 6(30), p. 5-21, 1998.
- ARROW, K. J. Economic Welfare and the Allocation of Resources for invention. In: NELSON, R. *The rate and direction of inventive activity*. NBER: Princeton University Press, 1962, p.609-629.
- ARTHUR, B. W. Increasing returns and the new world of business. *Havard Business Review*, v. 4, p.100-109, 1996.
- BAER, W. NAZMI, N. Privatization and restructuring of banks in Brazil. *The Quartely Review of Economics and Finance*, v.40, p.3-24, 2000.
- BASTOS, J. R. M.; SCHEINKMAN, J. A.; CANTIDIANO, L.L.; GOLDENSTEIN, L.; SILVA, T.M.F.D.; CARVALHO, A.G.. Desafios e oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro. EM: *Estudos para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais* BOVESPA, 2000. Disponível em: www.bovespa.com.br
- BARKER, W.J. Os bancos, a indústria e o Estado no Brasil. *Revista de Economia Política*, v.10, n.2, 1990, p.132-146.
- BECK, T.; LEVINE, R. Legal institutions and Financial Development. IN: MENARD, C.; SHIRLEY, M.M. *Handbook of New Institutional Economics*, p.175-203,2005.
- BRITO, J.; VARGAS, M.; CASSIOLATO, J. E. Formatos organizacionais para financiamentos de arranjos e sistemas de MPME. *Nota Técnica 1.9* no âmbito da pesquisa . Proposição de Políticas para a promoção de sistemas produtivos locais de micro, pequenas e médias empresas. Outubro de 2001. Disponível em: www.redesist.ie.ufrj.br
- CARNEY, M.; GEDAJOVIC, E. East Asian Financial Systems and The Transition From Investment-Driven To Innovation-Driven Economic Development. *International Journal of Innovation Management*, v.4, n.3, p.253-276, 2000.
- CARVALHO. F. C.; SOUZA, F.E.P.; SICSÚ, J. PAULA, L. F.R.; STUDART, R. *Economia Monetária e Financeira – Teoria e Política*. São Paulo: Editora Campus, 2007.
- CARVALHO, C. E; PINHEIRO, M. M. S. FGTS: Avaliação das propostas de reforma e extinção. *Texto para Discussão do IPEA*, nº 671, Setembro de 1999.
- CASTRO, L. B. Financiamento e crescimento economico: uma visão geral da literatura e posicionamento no debate. *Revista do BNDES*, v.14, n.29, p. 227-308, junho, 2008.

- CAVALCANTE, L. R. Sistema financeiro no Brasil: uma breve análise de sua evolução. *Bahia Análise & Dados*, v.12, n.3, p.199-210, 2002.
- CHRISTENSEN, J. L.; DREJER, I. Finance and Innovation System or Chaos. *Druid Working Paper*, nº 98-24, 1998.
- CORRAZA, G. Crise e Reestruturação Bancária no Brasil. *Texto para Discussão*, UFRGS, 2000.
- _____. O Banco Central do Brasil: evolução histórica e institucional. *Perspectiva Econômica*, v.2, n.1, p. 1-23, 2006.
- COSTA, F. N.; DEOS, S. S. Reflexões sobre o financiamento na economia brasileira. *Texto para Discussão IE/UNICAMP*, n. 109, Campinas, abril de 2002.
- CRUZ, P. R. D. Notas sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira do pós-guerra. *Economia e Sociedade*, v.3, p.65-80, dezembro, 1994.
- DE PAULA, T. B.; FREITAS. M.C.P.; ROSSI, M.C.; BOTELHO, A.J.J. *Capital de risco no Brasil - Marco legal e experiência internacional*. Brasília: CGEE, abril de 2003.
- ENNES, M P. A. Política Financeira e Financiamento Privado de Longo Prazo no Brasil: uma análise do período 1990-2005. *Dissertação de Mestrado*, IE/ UFRJ, Rio de Janeiro, 2006.
- FRANCO, G. H. B. A primeira década republicana. Em: ABREU, M. P. (Org). *A ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989*, Rio de Janeiro: Campus, 1990.
- FREEMAN, C.; SOETE, L. *The economics of industrial innovation*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 1997.
- FRENKEL, J. Sistemas de apoio fiscal-creditício ao risco tecnológico e à competitividade. Em: *Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira*. Campinas: Unicamp, 1993.
- FREITAS, M. C. P. Abertura do sistema bancário brasileiro ao capital estrangeiro. EM: FREITA, M. C. P. (org.) *Abertura do Sistema Financeiro no Brasil nos anos 90*. São Paulo: Fundap: Fapesp; Brasília: IPEA, 1999, p. 101 – 173.
- FUNDAP. O Mercado de Crédito no Brasil: tendências recentes, 2008. Disponível em www.fundap.sp.gov.br
- GERSCHENKRON, A. *Economic Backwardness in Historical Perspective*. Cambridge, Massachusetts: The Belknap Press of Harvard University Press, 1962.
- GIUDICI, S.; PALEARI, S. The Provision of Finance to Innovation: A Survey Conducted among Italian Technology-based Small Firms. *Small Business Economics*, n.14, p. 37–53, 2000.
- GORGULHO, L. F. O Capital de risco como alternativa de financiamento às pequenas e médias empresas de base tecnológica: o caso CONTEC/BNDES. *Dissertação de Mestrado*, UFRJ, Rio de Janeiro, 1996.
- GREENWOOD, J.; JOVANOVIC.B. Financial Development, Growth, and the Distribution of Income. *The Journal of Political Economy*, v. 98, n.5, p. 1076-1107, october, 1990.

- HANUSCH, H.; PYKA, A. Principles of Neo-schumpeterian Economics. *Cambridge Journal of Economics*, v.31, 2007, p.275-289.
- HARRIS, M.; RAVIV, A. The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*, n. 46 (1) pg. 297-355, 1991.
- HERMANN, J. Financial Structure and Financing Models: The Brazilian Experience over the 1964–1997 Period. *Journal of Latin American Studies*, v.34, n.1, 2002, p.71-114.
- _____. Financiamento de longo prazo: revisão do debate e propostas para o Brasil. IN: SICSÚ, J.; OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. (org.) *Agenda Brasil – Políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. Barueri, SP: Ed. Marole, 2003.
- HUBBARD G., Capital market imperfections and investment. *Journal of Economic Literature*, 35, 193-225, march, 1998.
- IPEA. Transformações na indústria bancária brasileira e o cenário de crise. *20º Comunicado da Presidência do Ipea*, abril de 2009.
- JACOB, C. A. Crédito Bancário no Brasil: Uma Interpretação Heterodoxa. *Tese de Doutorado*. IEI/ UNICAMP, 2003.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. Law and Finance. *The Journal of Political Economy*, v.106, n.6, 1998, p. 1113-1155.
- LEAHY, M.; SCHICH, S.; WEHINGER, G.; PELGRIN, F.; THORGEIRSSON, T. Contributions of Financial Systems to Growth in OECD Countries, *Economics Department Working Papers* No. 280, jannuary, 2001.
- LEVINE, R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, v. XXXV, p. 689-726, june, 1997.
- _____. Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better? *William Davidson Working Paper*, nº 442, February 2002.
- MANI, S. ; BARTZOKAS, A. Institutional Support for Investment in new technologies: the role of venture capital institutions. *Intech Discussion Paper Series*, Maastrich: The Netherlands. 2002.
- MIRANDA, J.C.; TAVARES, M. C. Brasil: estratégias da conglomeração. EM: *Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações*. FIORI, J.L. (org). Editora Vozes: Petrópolis, 1999.
- MOREIRA, M.; PUGA, F. Como a Indústria Financia seu Crescimento: uma análise do Brasil pós-plano real. *Texto para discussão BNDES* nº 84, outubro, 2000. Disponível em www.bndes.gov.br.
- MURRAY, G. C. A policy response to regional disparities of risk capital to new technology based firms in the European Union: The European Seed Capital Fund Scheme. *Regional Studies*, v.32, n.5, p.405-419, 1998.
- OCDE. *National systems for financing innovation*, Paris: Head of Publications Service, 1995.

- OLIVEIRA, M.T. R.; SILVA, M. L. F. O Brasil no padrão-ouro: a Caixa de Conversão de 1906-1914. *História Econômica & História de Empresas*, v. IV, n.1, 2001, p.83-114.
- PAULA, L. F. Determinantes e impactos da recente entrada de bancos europeus no Brasil. *Economia*, Curitiba, v.30, n.2, 2004, p.35-77.
- PELÁEZ, C. M.; SUZIGAN, W. *História monetária do Brasil: análise da política, comportamento e instituições monetárias*. IPEA: Rio de Janeiro, 1976.
- PINTO JR., H. Q. Estratégias de financiamento. In: KUPFER, D.; HASENCLEVER, L. *Economia Industrial: fundamentos teóricos e práticos no Brasil*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2002.
- PRATES, D.M.; CINTRA, M.A.M.; FREITAS, M.C.P. O papel desempenhado pelo BNDES e diferentes iniciativas de expansão do financiamento de longo prazo no Brasil dos anos 90. *Economia e Sociedade*, v. 15, p.85-116, dez, 2000.
- _____. Investimentos de portfólio no mercado financeiro doméstico. EM: FREITA, M. C. P. (org.) *Abertura do Sistema Financeiro no Brasil nos anos 90*. São Paulo: Fundap: Fapesp; Brasília: IPEA, 1999, p. 17 – 60.
- PROWSE, S. D. Corporate Finance in International perspective: legal and regulatory influences of financial system development. *Federal Reserve Bank of Dallas*, Thrid Quarter, p.2-16, 1996.
- PUGA, F. P. Sistema Financeiro Brasileiro: Reestruturação Recente, Comparações Internacionais e vulnerabilidade à Crise Cambial. *Textos para Discussão*, nº 68, BNDES, março, 1999.
- RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. Financial Dependence and Growth. *The American Economic Review*, v.88, n.3, p. 559 –586, june, 1998.
- RAPOSO, E; KASAHARA, Y. Política e Economia no Brasil Contemporâneo: A Autonomia do Banco Central do Brasil. *XI Encontro Regional de História*, ANPUH-RJ, 2004.
- RESENDE, M. S. Evolução da Política Nacional de Ciência, Tecnologia e Inovação e dos seus instrumentos de apoio. Em *3ª Conferencia Nacional de Ciência, Tecnologia e Inovação: síntese das conclusões e recomendações*, 2006.
- RIBEIRO. L.L. O modelo brasileiro de private equity e venture capital. *Dissertação de Mestrado*. FEA/ USP, 2005.
- ROMAIN, A.; VAN POTTELSBERGHE, B. The Determinants of Venture Capital: Additional Evidence. *Economic Research Centre Discussion Paper*, n.19, Deutsche Bundesbank, 2004.
- SAES, F. A. M. A moeda, o crédito e o financiamento da produção. *Estudos Avançados*, v.15, n.4, 2001, p. 77-90.
- SOBREIRA, R. Eficiência, Desregulamentação Financeira e Crescimento Econômico: Uma Abordagem Pós-Keynesiana. EM: Sobreira, Rogério org. *Regulação Financeira e Bancária*. São Paulo, Atlas, 2005.
- STUDART, R. O retorno dos fluxos de capital privado e o desenvolvimento econômico: questões teóricas face a uma conjuntura adversa. *Texto para Discussão*, nº 354, IE/UFRJ, dezembro, 1994.

- _____. *Investment finance in economic development*. Routledge: London, New York, 1995.
- _____. Financial opening and deregulation in Brazil in the 1990s. Moving towards a new pattern of development financing. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, v. 40, 2000, p.24-44.
- _____. HERMANN, J. Estrutura e Operação dos Sistemas Financeiros no MERCOSUL: Perspectivas a Partir das Reformas Institucionais dos Anos 1990. Texto para Discussão do IPEA, n° 799, 2001.
- TRINER, G. D. Banking, economic growth and industrialization: Brazil, 1906-30. *Revista Brasileira de Economia*, v.50, n.1, p.135-53, janeiro-março, 1996.
- TYLECOTE, A. The Role of Finance and Corporate Governance in National Systems of Innovation. *Tylecote Organization Studies*.2007; 28: 1461-1481.
- TYLECOTE, A.; RAMIREZ, P. Corporate governance and innovation: The UK compared with the US and 'insider' economies. *Research Policy*, v. 35, 2006, p. 160–180.
- _____; CONESA, E. Corporate Governance, Innovation Systems and Industrial Performance. *Industry and Innovation*, v. 6, n. 1, June, 1999, p. 25-50.
- VITOLS, S. The Origins of Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Germany, Japan, and the United States. *Discussion Paper FS I 01 – 302* Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung, 2001.
- ZONENSCHAIN, C. N. Estrutura de Capital das Empresas no Brasil. *Revista do BNDES*, no. 10, outubro, novembro, dezembro, 1998
- SUZIGAN, W.; FURTADO, J. Política industrial e desenvolvimento. *Revista de Economia Política*, v.26, n.2 (102), abril-junho de 2006, p.163-185.
- ZYSMAN, J. Governments, markets and Growth: financial systems and the politics of industrial change. Ithaca: London, 1983.