

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA**  
**CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**A INFLUÊNCIA DAS OFERTAS PÚBLICAS NO MERCADO DE CRÉDITO  
BANCÁRIO ÀS EMPRESAS NO BRASIL NO PERÍODO 2000-2007**

Monografia submetida ao Departamento de Ciências Econômicas para obtenção de carga horária na disciplina CNM 5420 – Monografia

**Por:** Marcelo do Nascimento

**Orientador:** Professor Dr. Roberto Meurer

Área de Pesquisa: Mercado Financeiro

Palavras-chaves: 1) Crédito Bancário, 2) Mercado de Capitais, 3) Ofertas Públicas.

**Florianópolis, março de 2008.**

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA**  
**CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONOMICAS**

**A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota ..... ao aluno Marcelo do Nascimento na Disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.**

**Banca Examinadora:**

---

**Prof. Roberto Meurer**  
**Presidente**

---

**Prof. José Antonio Martins**  
**Membro**

---

**Prof. Milton Biage**  
**Membro**

## **RESUMO**

O presente trabalho procura verificar as ofertas públicas primárias de companhias abertas registradas na CVM, e determinar a sua influência na concessão de crédito bancário com recursos livres aos setores industrial, comercial, serviços e rural. Trata-se de uma análise de relações entre variáveis econômicas quantitativas, através de análise de correlação e de regressão linear, bem como a análise qualitativa de fatores que vêm influenciando as emissões públicas e as operações de crédito citadas. Além disso, apresentam-se os conceitos das variáveis desagregadas das duas categorias, com os seus conceitos, características e volumes. Também se discorre acerca da poupança, do investimento, do mercado e sistema financeiros, bem como noções de estatística e econometria.

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>1</b>
1.1 Objetivos Gerais .....	3
1.2 Objetivos Específicos .....	3
1.3 Metodologia.....	4
<b>2. INVESTIMENTO, POUPANÇA E FINANCIAMENTO .....</b>	<b>5</b>
2.1 Poupança e Investimento .....	5
2.1.1 O Ajuste Automático entre Poupança e Investimento.....	5
2.1.2 Crítica Keynesiana.....	7
2.1.3 Visão Atual.....	10
2.2 Financiamento .....	11
2.2.1 O Papel dos Bancos .....	11
2.2.2 Mercado de Títulos.....	12
<b>3. MERCADO FINANCEIRO .....</b>	<b>13</b>
3.1 Sistema Financeiro Nacional.....	14
3.1.1 Subsistema Normativo.....	14
3.1.2 Subsistema Operativo .....	15
3.2 Mercado de Crédito .....	17
3.2.1 Natureza.....	17
3.2.2 Principais Modalidades para Empresas .....	19
3.2.3 Risco .....	20
3.3 Mercado de Capitais .....	21
3.3.1 Principais Tipos de Oferta .....	22
3.3.2 Captações Externas.....	24
3.3.3 Investimento Estrangeiro em Carteira .....	25
<b>4. MÉTODO ECONOMETRICO .....</b>	<b>26</b>
4.1 Terminologia e Tipos de Dados .....	26
4.2 Testes do Modelo de Regressão Linear.....	27
4.3 A Violação das Hipóteses do Modelo Básico .....	29
4.3.1 Multicolineariedade .....	29
4.3.2 Correlação Serial .....	29
4.3.3 Autocorrelação - Teste de Durbin-Watson.....	29
4.3.4 Heterocedasticidade.....	30
<b>5. ANÁLISE DOS DADOS .....</b>	<b>31</b>
5.1 Análise das Emissões Públicas e o Mercado de Crédito .....	33
5.1.1 Setores de Atividade Econômica.....	38
5.1.2 Tipos de Operações de Crédito às Empresas.....	39
5.1.3 Risco de Crédito .....	41
5.2 Determinantes do Crédito Bancário .....	42
5.2.1 Variáveis Quantitativas.....	42
5.2.2 Variáveis Qualitativas .....	45
5.3 Determinantes das Ofertas Públicas Iniciais .....	49
5.3.1 Variáveis Quantitativas.....	53
5.3.2 Variáveis Qualitativas .....	57
<b>6. CONCLUSÃO.....</b>	<b>61</b>
<b>7. REFERÊNCIAS .....</b>	<b>63</b>

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - O Ajuste entre Poupança e Investimento .....	6
Gráfico 2 – Sistema de Financiamento-Funding de Keynes .....	9
Gráfico 3 - Ofertas Públicas Iniciais em Volumes Mensais .....	33
Gráfico 4 – Carteira de Crédito Bancário às Empresas em Volumes Mensais .....	34
Gráfico 5 – Razão entre OPIs e Crédito Bancário às Empresas (em %).....	35
Gráfico 6 – Volumes Mensais de Crédito às Empresas .....	36
Gráfico 7 – Volume de Crédito Mensal às Empresas por Atividade Econômica.....	38
Gráfico 8 – Volume Mensal de Crédito às Empresas por Tipo de Operação.....	39
Gráfico 9 – Variação em Índice das Variáveis .....	42
Gráfico 10 - Crédito Livre por Classificação de Risco .....	46
Gráfico 11 – Principais Tipos de Ofertas Públicas Iniciais .....	49
Gráfico 12 – Volume Anual das Emissões de FIP e FIDC .....	52
Gráfico 13 - Volume Mensal de IEC Líquido em Reais. ....	55
Gráfico 14 – Comparação Entre IEC e OPI em Volumes Mensais em Reais .....	56

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Agentes do Sistema Financeiro Nacional.....	16
Tabela 2 - Crédito por Segmentação de Atividade.....	18
Tabela 3 – Nomenclaturas das Variáveis na Análise de Regressão .....	26
Tabela 4 - Índice de Deflacionamento de Dados Aplicado ao Ano de 2007.....	32
Tabela 5 - Nomenclatura e Descrição das Variáveis.....	32
Tabela 6 - Regressão com CREDEMPFLUXO como Variável Dependente.....	37
Tabela 7 – Prazo Médio em Dias das Operações de Crédito por Operação .....	40
Tabela 8 – Análise de Correlação entre variáveis .....	43
Tabela 9 – Nova Classificação de Riscos de Crédito .....	45
Tabela 10 - Volume Anual de Ofertas Públicas Iniciais .....	50
Tabela 11 – Destinação dos Recursos Arrecadados com Debêntures .....	50
Tabela 12 – Ramo de Atividade das Empresas Emissoras de Debêntures.....	51
Tabela 13 – Regressão com OPI como Variável Dependente.....	53
Tabela 14 - Teste de Correlação Serial LM de Breusch-Godfrey .....	54
Tabela 15 – Teste de Heteroscedasticidade de White sem Dados Cruzados.....	54
Tabela 16 – Participação do Capital Externo nas Emissões Públicas de Ações.....	57

## **LISTA DE NOMENCLATURAS**

ACC - Adiantamento Sobre Contratos de Câmbio  
ANDIMA - Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro  
ARIMA - Modelo Auto-Regressivos Integrados de Média Móvel  
BB – Banco do Brasil  
BCB – Banco Central do Brasil  
BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social  
BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo  
CDI – Certificados de Depósito Interbancários  
CETIP - Central de custódia e liquidação financeira de Título  
CMN - Conselho Monetário Nacional  
CRI - Certificados de Recebíveis Imobiliários  
CVM – Comissão de Valores Mobiliários  
DW - Durbin-Watson  
FAT - Fundo de Amparo ao Trabalhador  
FEBRABAN – Federação Brasileira dos Bancos  
FGTS - Fundo de Garantia por Tempo de Serviço  
FIDC - Fundo de Investimento em Direito Creditório  
FII - Fundos de Investimento Imobiliários  
FINAME - Agência Financiadora de Máquinas e Equipamentos  
FIP - Fundo de Investimento em Participações  
FMIEE - Fundos de Investimento em Empresas Emergentes  
IPCA - Índice de Preços ao Consumidor Amplo  
OPI – Ofertas Públicas Iniciais  
SELIC – Sistema Especial de Liquidação e de Custódia  
SFN – Sistema Financeiro Nacional  
SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais  
SND - Sistema Nacional de Debêntures  
SUSEP - Superintendência de Seguros Privados  
VAR - Modelo de Auto-Regressão Vetorial

## **1. Introdução**

Em julho de 2006 a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) recebia o prospecto de emissão de debêntures no valor de 15 bilhões de reais, emitidos por uma subsidiária do Itaú, denominada BFB Leasing S.A. Essa seria uma das maiores ofertas de debêntures já registradas, com início da oferta programada para aquele mesmo mês. Embora a emissão tivesse o propósito inicial de aplicação nos certificados de depósitos bancários do próprio banco, essa foi sem dúvida uma importante operação, que mostra a importância que os mercados de capitais vêm assumindo no Brasil. Somente naquele mês, quase 40 bilhões de reais, entre emissões de debêntures e a abertura de capital de empresas na Bovespa, foram registrados na CVM. As ofertas públicas, de uma forma ou de outra, servem para financiar as empresas que as emitem, buscando recursos com custos mais baixos, especialmente quando comparados esse tipo de emissão com a busca por crédito bancário pelas empresas. Há alguns anos, o aumento no volume de ofertas públicas vem assumindo proporções até então nunca observadas no mercado de capitais brasileiro. Somente no ano passado, chegou a um volume total de emissões de cerca de 122 bilhões de reais.

Como fonte de financiamento para as empresas, as ofertas públicas de títulos mobiliários apresentam grande vantagem em relação ao custo de captação através de intermediação bancária, normalmente mais alto. Esse tipo de transação exclui o papel do intermediador financeiro dos bancos, que captam recursos dos agentes poupadores da economia e os transferem aos agentes deficitários, demandantes de recursos. Na emissão de uma nota promissória, por exemplo, a transação é estabelecida diretamente entre a empresa e os investidores; a sua remuneração, ou custo para a empresa, geralmente oferece uma margem sobre os Certificados de Depósito Interbancários (CDI). Ou, se a emissão de títulos de valores mobiliários forem ações, através da abertura de capital, a empresa apenas distribui parte de seu capital social aos acionistas, e o seu ganho será oriundo da valorização dos papéis e da distribuição de dividendos. Nesse caso, não há comprometimento da empresa com o pagamento dos recursos tomados, o que resulta em custos ainda mais baixos de captação de recursos.

O custo da concessão de crédito às empresas está baseado em algumas premissas, as quais se podem citar o próprio custo de oportunidade para o intermediador financeiro, as margens financeiras do banco, os próprios impostos cobrados nas operações, além do risco da operação, por exemplo. Por conseguinte, os empréstimos bancários têm caráter de curto

prazo, além de apresentarem taxas bastante elevadas aos agentes econômicos demandantes de recursos. Por isso, as ofertas públicas vêm adquirindo certa importância no mercado financeiro, e este trabalho se compromete com a análise de alguma mudança na concessão do crédito bancário depois deste movimento nos mercados de capitais. Como ambos são fontes de financiamento, não seria estranho presumir que, caso as empresas encontrem condições de acesso ao dinheiro através da emissão de títulos próprios, deixariam, de alguma forma, de recorrer ao crédito bancário tradicional.

Há pouco tempo, vários analistas econômicos e financeiros previram que essa correlação negativa seria estabelecida. Desta forma, a despeito de grandes empresas deixarem de recorrer ao mercado de capitais, pequenas e médias empresas tomariam o seu espaço, e as instituições financeiras aumentariam suas carteiras de crédito às empresas de menor tamanho.

Entretanto, a verdade mostrada é que ambos, crédito bancário e ofertas públicas de valores mobiliários, vêm crescendo de forma consistente já há alguns anos, para todos os tipos de empresas. Certamente ambas as formas vêm sendo impulsionadas através da influência de outros fatores, como o crescimento econômico, maior liquidez internacional, menores taxas de juros, bem como a instituição de um marco regulatório favorável ao ambiente de negócios, e não somente através da influência entre uma correlação entre essas duas formas de financiamento.

O ponto fundamental deste trabalho consiste na refutação desta hipótese, levantada por analistas e mercado e economistas ao longo de 2007. No ano passado, parecia irreversível o estabelecimento de um novo padrão de financiamento para as grandes empresas, através do mercado primário de ações. Entretanto, os dados e a realidade mostraram que esta é uma inverdade, e, inúmeros fatores - no qual essa estreita correlação negativa entre as duas formas de financiamento não se mostra consistente - foram responsáveis para o novo padrão de obtenção de recursos pelas empresas brasileiras.

## **1.1 Objetivos Gerais**

O objetivo geral do trabalho é verificar em que medida e de que forma as captações de recursos nos mercados de capitais pelas empresas, através das ofertas públicas iniciais primárias, pode influenciar o mercado de crédito bancário às empresas no Brasil, do início de 2004 até dezembro de 2007.

## **1.2 Objetivos Específicos**

- Analisar a estrutura do mercado de capitais e mercado de crédito bancário no Brasil através das suas características, aspectos regulatórios e agentes envolvidos.
- Levantar séries de dados referentes aos volumes das emissões públicas de companhias abertas registradas na Comissão de Valores Mobiliários – CVM, de forma a atender e a ampliar a modelagem de dados.
- Levantar séries de dados sobre o crédito bancário às pessoas jurídicas no Brasil por modalidade, por atividade econômica, e por risco de forma a atender e a ampliar a modelagem de dados.
- Estabelecer modelos de regressão linear de séries temporais, acomodando as principais variáveis explicativas para a determinação do crédito bancário e também para as ofertas públicas iniciais.
- Verificar se as hipóteses básicas dos modelos de regressão estabelecidos pelos mínimos quadrados ordinários são válidas, tornando os modelos um método confiável na prática, validando as relações obtidas.
- Verificar a influência das variáveis qualitativas na concessão de crédito e nas emissões públicas.

### **1.3 Metodologia**

Este trabalho foi constituído através de pesquisa descritiva, procurando a identificação dos fatores determinantes ou que contribuem para a ocorrência do crédito bancário às empresas e também das ofertas públicas de companhias abertas. Foi feito através de pesquisa bibliográfica, baseado em livros, artigos científicos e jornais de grande circulação nacional. A principal fonte de dados econômicos foi o Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS) do Banco Central do Brasil (BCB), além de outras fontes. Para o estabelecimento de variáveis através de regressão linear, foi utilizado o software E-Views 4.0.

## **2. Investimento, Poupança e Financiamento**

### **2.1 Poupança e Investimento**

A teoria macroeconômica diz que, pela ótica do dispêndio, toda a riqueza gerada em uma economia, ou é consumida ou investida, sendo formulada pela expressão  $Y = C + I$ , onde  $Y$  significa o produto de uma economia hipotética,  $C$  é o consumo desta economia e no qual  $I$  é o investimento desta economia. De outra forma, toda a riqueza que não é consumida é também poupada, assim,  $S$  (poupança) =  $Y - C$  representa a segunda expressão algébrica. Se igualarmos ambas as equações, chega-se a igualdade entre poupança e investimento. Os agentes econômicos não podem poupar sem investir o seu dinheiro em algum lugar, e eles não podem investir sem usar a poupança de alguém.

A Teoria clássica diz que as taxas de juros são o instrumento de alinhamento entre poupança e investimentos. Já o princípio central do keynesianismo, entretanto, diz que este alinhamento entre poupança e investimentos não é sempre automático, e que um desalinhamento pode ter sérias conseqüências.<sup>1</sup>

O modo como cada agente induz as ações de poupar e investir na economia não é objeto deste trabalho. Entretanto, é importante reconhecer que o entendimento do processo de financiamento do investimento tem interpretações diversas, bem como o próprio papel do sistema financeiro na economia. Desta forma, este capítulo procura mostrar as diferenças entre a teoria clássica e a keynesiana, bem como apresentar a figura dos intermediadores financeiros, e como esses podem influenciar os ajustes entre poupança e investimento.

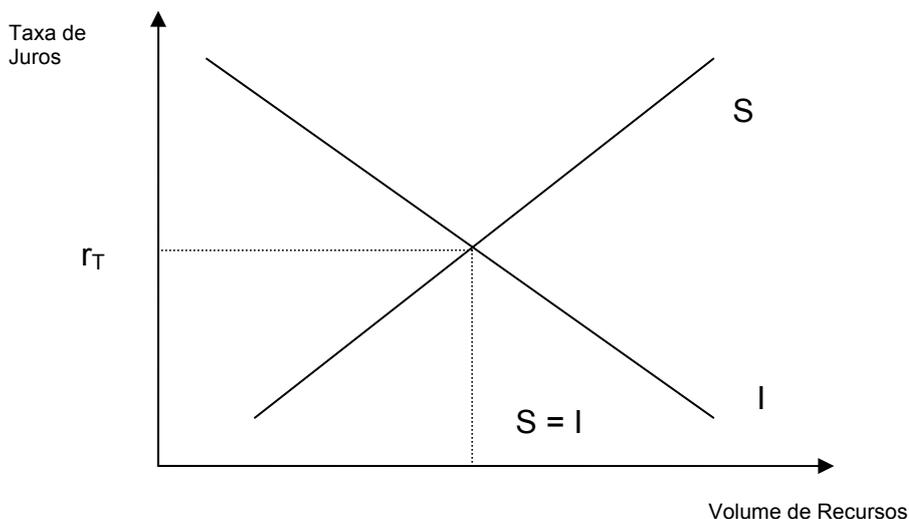
#### **2.1.1 O Ajuste Automático entre Poupança e Investimento**

A Teoria clássica diz que o processo de poupança e investimento é automaticamente determinado pelas taxas de juros. Desta forma, quando há um excesso de poupança na economia, os juros também serão menores. Por outro lado, quando há menor poupança e maior demanda por recursos para investimento, as taxas de juros subirão como reflexo do aumento do custo dos recursos. O gráfico abaixo mostra a relação clássica de ajustes entre poupança e investimento.

---

<sup>1</sup> Survey: Anatomy of thrift. The Economist, Londres, v.376, p. 5, 24 set 2005, tradução livre.

**Gráfico 1 - O Ajuste entre Poupança e Investimento**



Fonte: CARVALHO, 2000, p. 382

Os dois agentes que compõe o modelo observado são considerados maximizadores de utilidade. Por um lado, há os poupadores, que querem a maior taxa de retorno com o menor risco para os seus recursos aplicados. Do outro lado, há os investidores, demandantes de capital ao menor custo, com conhecimento sobre a produtividade ou eficiência marginal do capital em suas mãos.

Considerando o modelo acima uma economia não monetária, o retorno de um título é dado pelo preço futuro dividido pelo preço atual, menos um, de acordo com a seguinte equação:

$$r_T = \frac{\text{preço futuro}}{\text{preço atual}} - 1$$

O preço futuro requerido pelo poupador tem de ser suficiente para compensar a perda de utilidade devido à diminuição do consumo agora. Cada unidade adicional de poupança é acompanhada por uma escassez do produto agora e uma redução da escassez de produto futuro.<sup>2</sup>

Aumentando-se o volume de poupança na economia, e, portanto, descolando a curva de poupança para a direita, mais recursos estariam disponíveis agora, e menor escassez deste produto seria verificada. Assim, menor o preço exigido para compensar a perda de utilidade, reduzindo também o retorno desses títulos ( $r_T$ ), ou das taxas de juros. Já em relação aos

<sup>2</sup> CARVALHO, F.C. et al. Economia Monetária e Financeira: teoria e prática. Rio de Janeiro: Campus, 2000, p. 380

investidores, a produtividade marginal do capital, por hipótese, é declinante, ou seja, quanto maiores os investimentos, menores serão as taxas de retorno dessas inversões.

O modelo de intermediação entre poupadores e investidores acima descarta dificuldades não mencionadas, como o acesso à informação, e, até Keynes, este modelo foi considerado a melhor forma de explicação para o processo de investimento em uma economia, que seria precedida pela poupança. Assim, a poupança seria condição essencial para o investimento, e, poupando-se, poderia se investir nas atividades produtivas.

### 2.1.2 Crítica Keynesiana

Keynes reconhecia a igualdade entre poupança e investimento, entretanto também era reconhecida a condição que a decisão de investir e poupar são tomados por pessoas diferentes, em tempos diferentes<sup>3</sup>. Assim “sejam quais forem as intenções de poupadores e investidores, as duas grandezas serão de fato iguais ex post (da mesma forma que as compras e as vendas são iguais), embora as grandezas planejadas (ex ante) não sejam iguais, salvo por acaso.”<sup>4</sup>

Keynes na sua Teoria Geral dos Juros, Moeda e Emprego deixara claro o seu ponto de vista contrário ao ajuste automático entre poupança e investimentos pela taxa de juros. Carvalho (2000) sintetiza o ponto de vista de Keynes contrário ao ajuste automático, através da menção às seguintes características<sup>5</sup>:

- A existência dos bancos, que são fundamentais para determinação da oferta agregada de fontes de financiamento do investimento;
- O papel do processo de multiplicação da renda, alocando as poupanças geradas de forma diferenciada. O multiplicador keynesiano diz que a distribuição da poupança depende da propensão marginal a poupar de cada indivíduo, e alterações neste multiplicador fazem destinar recursos diferentemente entre os agentes econômicos; e
- O papel da chamada preferência pela liquidez dos bancos e dos aplicadores em títulos, que é fundamental para o entendimento da determinação do volume e dos prazos do

---

3 Em relação ao tempo, a economia distingue o planejamento dos agentes econômicos em relação à materialização dos seus atos através das palavras latinas ex ante e ex post. Essas podem ser traduzidas como “com base em elementos de um fenômeno conhecidos antes ou depois”; “de antemão” (ex ante), “a posteriori” (ex post). Na linguagem usada pelos economistas, a expressão serve para distinguir as grandezas decorrentes dos projetos de previsões dos agentes econômicos (ex ante) das mesmas grandezas tal como são efetivamente realizadas na vida econômica (ex post).

<sup>4</sup> CHICK, V. Macroeconomia após Keynes: Um Reexame da Teoria Geral. Tradução de Jefferson Chaves Boechat, Daniel Camarinha. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1993. p. 198.

<sup>5</sup> CARVALHO, F.C. et al. Economia Monetária e Financeira: teoria e prática. Rio de Janeiro: Campus, 2000, p.393

financiamento do investimento. Assim, a poupança é condicionada pela propensão dos agentes a deter títulos ou moeda, o que leva a distorções no ajuste entre poupança e investimentos.

O papel específico do sistema financeiro é de fundamental importância pra Keynes, e Studart (1999) cita o papel do sistema bancário e dos mercados de capitais neste processo<sup>6</sup>:

- Sistema Bancário - em economias com um sistema bancário desenvolvido o financiamento do investimento independe de poupança prévia; o financiamento do investimento possibilita a criação posterior da renda através do efeito multiplicador; a poupança agregada representa um subproduto desse mesmo processo multiplicador;
- Mercado de Capitais – Aloca as poupanças individuais e determinará a disponibilidade de fundos para a consolidação financeira (*funding*) dos passivos das empresas endividadas e do sistema bancário; o *funding* pode ser um fator importante na redução da fragilidade financeira, que tende a aumentar no crescimento de economias cujo financiamento do investimento se dá com o crédito bancário.

Por isso, o keynesianismo refuta as taxas de juros como responsáveis pelo ajuste entre poupança e investimento. Studart (1999) confirma essa tese, dizendo que as taxas de juros não representam a

variável de ajuste na relação entre investimento e poupança, mas sim o resultado das forças que afetam a demanda e a oferta de moeda – respectivamente, a preferência pela liquidez dos possuidores de riqueza na forma financeira e as decisões dos bancos.<sup>7</sup>

Por outro lado, dadas as perspectivas empresariais, o nível de investimento é inversamente relacionado ao nível de taxas de juros.

Keynes formalizou o chamado circuito financiamento-funding através do multiplicador keynesiano, que diz que uma expansão do gasto na economia gera uma onda de gastos. Este sim seria um fator importante para o entendimento do processo de alocação da poupança em uma economia. Esse multiplicador faz Keynes distinguir entre dois tipos de poupança, a ex-post e a desejada<sup>8</sup>:

- Poupança ex-post – é qualquer superávit financeiro que representa a diferença entre renda e consumo, e é neste sentido que podemos entender a idéia de que, a qualquer momento (ao longo do processo multiplicador de renda), há uma identidade contábil entre poupança e investimento;

<sup>6</sup> STUDART, O Sistema Financeiro e o Financiamento do Crescimento: Uma Alternativa Pós-Keynesiana à Visão Convencional. In PAULA, L.F., SICSÚ, J. Macroeconômica Moderna: Keynes e a economia contemporânea. Rio de Janeiro: Campus, 1999. p. 156.

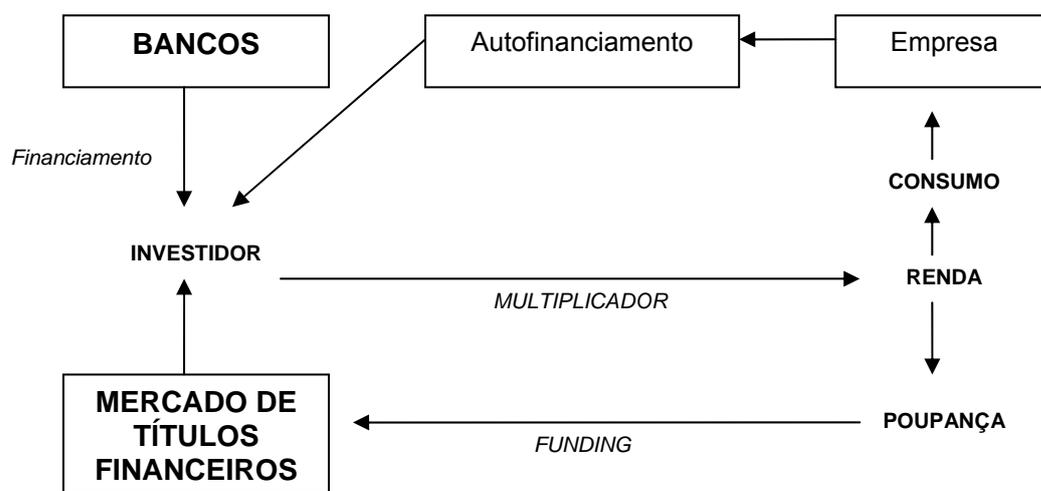
<sup>7</sup> Ibidem, p. 156

<sup>8</sup> CARVALHO, F.C. et al. Economia Monetária e Financeira: teoria e prática. Rio de Janeiro: Campus, 2000, p. 396.

- Poupança desejada – representa uma decisão de comprar ativos financeiros como forma de transferência de valor em relação no tempo; este é o tipo de poupança que está embutida no conceito de propensão a poupar; a poupança desejada só será igual ao investimento agregado ao final do processo multiplicador.

O processo de alocação de recursos na forma de títulos de longo prazo é uma assunção do circuito proposto por Keynes, e pode ser visualizado a seguir.

**Gráfico 2 – Sistema de Financiamento-Funding de Keynes**



Fonte: CARVALHO, 2000, p. 397

Através dele, os bancos financiam as empresas, que, através do processo multiplicador, geram a renda que tem destinação dupla. Uma parte dela é destinada ao consumo, que financiaria novamente a empresa através da venda de seus produtos às famílias. E a outra também é originada pelas famílias através de sua propensão a poupar, que, através do *funding*, possibilita às empresas lançar títulos nos mercados financeiros. Esse duplo caminho é enfatizado por Studart (1999), que ressalta que,

por um lado, o financiamento do investimento em geral está atrelado à perspectiva de consolidação financeira dos passivos de curto prazo das empresas inversoras (*funding*). Por outro lado, do ponto de vista macroeconômico, o financiamento do investimento gera os recursos necessários para a consolidação financeira na medida em que, *pari passu* com o processo de criação de renda, também é gerado um volume de poupança desejada exatamente equivalente ao investimento.<sup>9</sup>

<sup>9</sup> STUDART, O Sistema Financeiro e o Financiamento do Crescimento: Uma Alternativa Pós-Keynesiana à Visão Convencional. In PAULA, L.F., SICSÚ, J. Macroeconômica Moderna: Keynes e a economia contemporânea. Rio de Janeiro: Campus, 1999. p. 161

Em síntese, Carvalho (2000) menciona três características observadas por Keynes, através do circuito financiamento-*funding*<sup>10</sup>:

- Os recursos iniciais para a realização do investimento não se originam necessariamente de poupança prévia, mas podem (e tendem a) se originar da criação de moeda por parte dos bancos.
- O processo multiplicador gera uma expansão do consumo agregado, e *ceteris paribus* do lucro das empresas – parte do qual pode ser utilizado para repagar empréstimos junto aos bancos.
- Gera também uma expansão idêntica da poupança agregada desejada, que, ao se transformar na compra de títulos de empresas em mercados primários de títulos financeiros, permite a essas empresas transformar suas obrigações de curto prazo (empréstimos bancários) em passivos de longo prazo (debêntures, ações, etc.)

Não obstante, a descrição do funcionamento do circuito financiamento-*funding* por Keynes considera que a sua política expansionista só poderia funcionar caso houvesse capacidade ociosa na economia.

### 2.1.3 Visão Atual

Embora a discussão sobre os ajustes entre poupança e investimento tenha vasta literatura econômica, é importante mencionar que as correntes macroeconômicas atuais consideram ambas, tanto a teoria clássica quanto a keynesiana, corretas, mas em diferentes aspectos de tempo.

No longo prazo, poupança e investimento serão trazidos ao mesmo nível através do custo de capital. Mas no curto prazo, o apetite das firmas por investimento é volátil, e os formuladores de política econômica podem precisar usar instrumentos fiscais e monetários para acelerar a demanda.<sup>11</sup>

O objeto central de análise deste trabalho é a pressuposição de que poupança e investimento são iguais no curto prazo, pois esta é a única forma de analisar ou estabelecer relações quantitativas entre agentes poupadores de recursos, e os agentes tomadores de recursos.

---

<sup>10</sup> CARVALHO, F.C. et al. Economia Monetária e Financeira: teoria e prática. Rio de Janeiro: Campus, 2000, p. 398

<sup>11</sup> Survey: Anatomy of thrift. The Economist, Londres, v.376, p. 5, 24 set 2005, tradução livre

## 2.2 Financiamento

Quando um agente deficitário quer obter recursos, como as empresas, por exemplo, elas podem obter esses recursos de três formas: através de recursos próprios, através da emissão de títulos, ou tomando empréstimos de bancos. A assunção deste trabalho, diferentemente da análise de Keynes, é que as três formas são mutuamente excludentes, e o efeito da captação de recursos de uma forma não influencia a outra. Assim, se uma empresa quiser fazer um investimento, por exemplo, esta buscará a melhor forma de captação desses recursos, podendo combiná-los entre mais de uma fonte, mas, uma vez realizado o investimento, não recorrerá a outras fontes para suprir o mesmo investimento.

A emissão de títulos pelas empresas é também denominada financiamento direto, e esta “emissão de títulos de dívida acarreta um aumento no passivo (obrigações) de que os emite e um aumento, no mesmo valor, do ativo das unidades que os adquirem.”<sup>12</sup> Além disso, a outra forma, dos empréstimos bancários, é chamada “[...] indireta porque esse financiamento conta com a intermediação de uma instituição financeira: os intermediários financeiros concedem empréstimos com recursos captados junto às unidades superavitárias.”<sup>13</sup>

### 2.2.1 O Papel dos Bancos

Especificamente em relação ao financiamento indireto, ou através de intermediadores financeiros, Carvalho (2000) menciona esta forma, que está sujeita a riscos de inadimplência, de liquidez e juros. Como pode haver um descasamento entre as operações realizadas, sendo essas de prazo mais longo, entre o banco e uma empresa tomadora de recursos, o banco pode ter captado com prazos mais reduzidos, o que implica em um risco de inadimplência. “Caso financiem a curto prazo, serão os investidores produtivos que estarão sujeitos a rolagens contínuas de seus financiamentos de curto prazo, estando sujeitos a riscos de taxas de juros”<sup>14</sup>

As adversidades adicionais enfrentadas pelos bancos, em relação ao racionamento das atividades de crédito, são explicadas por Carvalho (2000) através ainda de três outros motivos<sup>15</sup>:

---

<sup>12</sup> FEIJÓ, C.A, et al. Contabilidade Social. Rio de Janeiro: Elsevier, 2003. 4.ed. p.222

<sup>13</sup> Ibidem, p. 222

<sup>14</sup> CARVALHO, F.C. et al. Economia Monetária e Financeira: teoria e prática. Rio de Janeiro: Campus, 2000, p. 398

<sup>15</sup> CARVALHO, F.C. et al. Economia Monetária e Financeira: teoria e prática. Rio de Janeiro: Campus, 2000, p. 399

- a) Ou porque os níveis de alavancagem bancária alcançam os limites máximos aceitos pelos bancos na medida em que estes acomodam as demandas crescentes por crédito;
- b) Ou porque os dados necessários para a análise de crédito não estão disponíveis aos bancos – como é o caso de novos clientes;
- c) Ou porque os dados são inexistentes e/ou os disponíveis não podem ser utilizados como guia de avaliação precisa dos riscos dos clientes potenciais. Neste caso, por exemplo, as empresas inovadoras, bem como as pequenas e médias empresas tendem a ser discriminadas.

As implicações diretas da atividade bancária, ou das operações de crédito tradicionais, são os altos custos envolvidos, no qual as instituições financeiras têm elevados *spreads* bancários<sup>16</sup> para compensar os efeitos acima citados.

### 2.2.2 Mercado de Títulos

Para Carvalho (2000), a única forma de sair dos descasamentos de vencimentos e limites de financiamento entre bancos e empresas é através do desenvolvimento dos mercados de capitais, que, por sua vez, dependem do “[...] tamanho e desenvolvimento dos mercados primários – onde ativos são emitidos e, portanto os capitalistas podem obter *funding*.”<sup>17</sup>

Os mercados de títulos de longo prazo provêm aos aplicadores individuais a liquidez requerida (através de negociações em mercados secundários), tornando atrativos títulos que, para a comunidade como um todo, são por definição ilíquidos. Tais mercados são portanto os principais mecanismos de mercado pelo qual o investidor produtivo e/ou bancos universais podem alongar o prazo de seus passivos, diminuindo o descasamento de ativos.<sup>18</sup>

Certamente o tamanho e o desenvolvimento são essenciais ao mercado de capitais, pois quanto “menos desenvolvidos os mercados ou a demanda por ativos de mais largo prazo, maior será o problema do descasamento de ativos e mais difícil que agentes privados assumam o financiamento do investimento.”<sup>19</sup>

---

<sup>16</sup> Spread bancário é a diferença entre o custo de captação e o empréstimo do dinheiro pela instituição financeira

<sup>17</sup> CARVALHO, F.C. et al. Economia Monetária e Financeira: teoria e prática. Rio de Janeiro: Campus, 2000, p. 400

<sup>18</sup> Ibidem, p. 400

<sup>19</sup> Ibidem, p. 400

### 3. Mercado Financeiro

De acordo com Galvão *et al* (2006), o mercado financeiro é constituído pelo conjunto de intermediários e demais prestadores de serviços financeiros que possibilitam as transferências de recursos de agentes superavitários para agentes deficitários.

O sistema financeiro também é definido como um conjunto de instituições financeiras e instrumentos financeiros que visam, em última análise, transferir recursos dos agentes econômicos (pessoas, empresas, governo) superavitários para os deficitários<sup>20</sup>

O mercado financeiro é uma expressão ampla para designar o mercado onde é realizada a negociação de títulos financeiros, derivativos, moedas, produtos, entre outros. Dentro deste mercado, podemos separá-lo em outros mercados, cada qual com sua especificidade. Galvão *et al* (2006) divide o mercado financeiro em quatro mercados, segundo a natureza das operações envolvidas<sup>21</sup>:

- Mercado Monetário: mercado caracterizado por operações de curto e curtíssimo prazo onde as empresas buscam retornos para atender às suas necessidades imediatas de liquidez ou alternativas para a aplicação de saldos de caixa, e onde o Banco Central atua para ajustar a liquidez do sistema econômico.
- Mercado de crédito: mercado caracterizado por operações de curto e médio prazo onde as empresas buscam recursos para o financiamento de capital de giro e onde as famílias obtêm recursos para a aquisição de bens de consumo duráveis.
- Mercado de Capitais: mercado caracterizado por operações de prazo médio, longo ou indeterminado destinadas a suprir recursos para atender às necessidades das empresas de capital fixo e de giro. O mercado de ações é um componente do mercado de capitais.
- Mercado de Câmbio: mercado caracterizado pelas operações de troca de moedas nacional e estrangeiras à vista ou a termo, para liquidação futura.

---

<sup>20</sup> ASSAF NETO, Alexandre. Mercado Financeiro. 5. ed., São Paulo: Atlas, 2003. p. 60

<sup>21</sup> GALVÃO, A. et al. Mercado Financeiro: uma abordagem prática dos principais produtos e serviços. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006, p.15

### 3.1 Sistema Financeiro Nacional

O Sistema Financeiro Nacional (SFN) foi regulamentado pela lei nº. 4.595/64, extinguindo a antiga Superintendência da Moeda e do Crédito, do BCB. Assaf Neto (2003) conceitua o SFN como um sistema constituído de instituições financeiras, que, através dos instrumentos financeiros, visam a transferência dos recursos dos agentes econômicos (pessoas, empresas, governo) superavitários para os deficitários<sup>22</sup>.

Ribeiro e Mendes (2006) definem dois subsistemas para o SFN, sendo um deles o normativo, responsável pela regulação e controle e o outro, o subsistema operativo, responsáveis pela intermediação financeira<sup>23</sup>. Dessa forma, o SFN seria uma estrutura composta por dois subsistemas, com agentes específicos em cada uma delas, cada qual desempenhando suas próprias atividades, sendo ambos detalhados nos dois tópicos a seguir.

#### 3.1.1 Subsistema Normativo

O subsistema normativo é aquele responsável pelas regras, fiscalização, coordenação e sanção aos agentes econômicos. De acordo com Ribeiro e Mendes (2006), esse subsistema é constituído pelas seguintes instituições<sup>24</sup>:

- Conselho Monetário Nacional (CMN)
- Banco Central do Brasil (BCB)
- Comissão de Valores Mobiliários (CVM)
- Superintendência de Seguros Privados (Susep)
- Secretaria de Previdência Complementar

O Conselho Monetário Nacional – CMN é um órgão normativo composto por três ministros de Estado, sendo eles o Ministro da Fazenda, o Ministro do Planejamento e o Presidente do Banco Central do Brasil, que “[...] processa todo o controle do sistema financeiro [...], além de assumir funções de legislativo das instituições financeiras público e privadas”<sup>25</sup>.

---

<sup>22</sup> ASSAF NETO, Alexandre. Mercado Financeiro. 5. ed., São Paulo: Atlas, 2003.p. 57

<sup>23</sup> RIBEIRO, E, MENDES, L.S. Sistema Financeiro Nacional. (In: GALVÃO, A. et al. Mercado Financeiro: uma abordagem prática dos principais produtos e serviços. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006, p.17

<sup>24</sup> Ibidem, p.20

<sup>25</sup> ASSAF NETO, Alexandre. Mercado Financeiro. 5. ed., São Paulo: Atlas, 2003. p.60

O Banco Central do Brasil (BCB) é uma autarquia federal criada em 1964 que tem como principal missão institucional assegurar a estabilidade do poder de compra da moeda nacional e da solidez do SFN. A partir da Constituição de 1988, o BCB passou a ter o exercício exclusivo para emissão de moeda. O presidente deste banco e os seus diretores são nomeados pelo Presidente da República após a aprovação prévia do Senado Federal, que é feita por uma argüição pública e posterior votação secreta.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é uma autarquia federal responsável pela fiscalização e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários no Brasil. Este órgão, apesar de recente, é primordial para o funcionamento dos mercados de capitais. A CVM atua na regulação do mercado, através de princípios básicos que garantam a transparência das informações e também a aplicação de sanções para os agentes que descumprirem as regras de conduta.

### **3.1.2 Subsistema Operativo**

O subsistema operativo é constituído basicamente pelas instituições financeiras e instituições auxiliares. Segundo Ribeiro e Mendes (2006), este sistema também é conhecido como sistema de intermediação, pois as instituições, ao executarem as determinações dos órgãos de regulação e fiscalização do SFN, realizam intermediação financeira. Ou seja, são responsáveis pela canalização dos recursos dos poupadores de recursos para os tomadores destes.

A Lei nº. 4.595/64 define, no artigo 17, que são consideradas instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros.

Parágrafo único. Para os efeitos desta Lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam quaisquer atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual.<sup>26</sup>

O Quadro abaixo apresenta as instituições que constituem o subsistema operativo do SFN. Esta tabela apresenta a estrutura completa do sistema, incluindo aqueles agentes que não constituem objeto de análise deste trabalho.

---

<sup>26</sup> RIBEIRO, E, MENDES, L.S. Sistema Financeiro Nacional. (In: GALVÃO, A. et al. Mercado Financeiro: uma abordagem prática dos principais produtos e serviços. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006, p.32

**Tabela 1 - Agentes do Sistema Financeiro Nacional**

Agentes do Subsistema Operativo	
Instituições financeiras captadoras de depósitos à vista	Bancos Múltiplos com carteira comercial Bancos Comerciais Caixas Econômicas Cooperativas de Crédito
Demais instituições financeiras	Bancos Múltiplos sem carteira comercial Bancos de Investimentos Bancos de Desenvolvimento Sociedades de Crédito, financiamento e investimento Sociedades de Crédito Imobiliário Companhias hipotecárias Associações de poupança e empréstimo Agências de fomento Sociedade do microempreendedor
Auxiliares Financeiros ou outros intermediários	Bolsa de mercadorias e futuros Bolsa de Valores Sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários Sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários Sociedades de arredamento mercantil Sociedades corretoras de câmbio Agentes autônomos de investimento
Entidades ligadas aos sistemas de previdência e seguros	Entidades fechadas de previdência privada Entidades abertas de previdência privada Sociedades seguradoras Sociedades de capitalização Sociedades administradoras de seguro saúde
Administração de recursos de terceiros	Fundos mútuos Clubes de Investimento Administradoras de Consórcios
Sistema de Liquidação e Custódia	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) Central de custódia e liquidação financeira de Título (Cetip)

Fonte: RIBEIRO E MENDES, 2006, p.19

Especificamente em relação ao crédito bancário, este grupo é constituído pelas instituições financeiras captadoras de depósitos à vista, ou seja, aquelas que têm como característica peculiar a criação de moeda por meio desses depósitos. Além disso, Ribeiro e Mendes (2006) observam que essas instituições são constituídas obrigatoriamente como sociedades anônimas e compreendem os bancos comerciais, os bancos múltiplos e as caixas econômicas<sup>27</sup>.

<sup>27</sup> RIBEIRO, E, MENDES, L.S. Sistema Financeiro Nacional. (In: GALVÃO, A. et al. Mercado Financeiro: uma abordagem prática dos principais produtos e serviços. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006, p.33

Já em relação às emissões públicas iniciais, qualquer pessoa jurídica de sociedade anônima pode fazer o registro de ofertas para a captação de recursos na CVM. Esse registro é feito pelas instituições financeiras auxiliares, dentro de normas técnicas especificadas legalmente. Além disso, outras instituições financeiras, tais como sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários e sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários, são responsáveis pela negociação desses títulos.

A Administração desses recursos cabe aos bancos de investimento ou às administradoras de recursos.

A Liquidação e a Custódia desses títulos são responsabilidade do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic), e da Central de custódia e liquidação financeira de Título (Cetip).

## **3.2 Mercado de Crédito**

### **3.2.1 Natureza**

No Brasil, o mercado de crédito é composto pelo crédito livre e o crédito direcionado. O primeiro é aquele tipo de crédito de livre acordo entre os agentes econômicos. E o segundo é aquele com taxas e destinação pré-estabelecidas pelo governo, e são destinados aos créditos do BNDES, crédito rural e habitação.

As operações de créditos com recursos livres representam<sup>28</sup>:

- a) Os financiamentos realizados pelo Sistema Financeiro Nacional (SFN) sob a égide da Circular 2.957, de 30.12.1999;
- b) O valor à vista relacionado com uso de cartão de crédito, ou seja, sem desembolso de recursos;
- c) Os empréstimos de mútuo das cooperativas de crédito;
- d) O arrendamento mercantil financeiro; e
- e) A parcela de recursos livres para o setor rural. As fontes de recursos dessas aplicações estão restritas às captações realizadas pelas instituições financeiras. Dessa forma, as operações são efetuadas com encargos financeiros, prazos, montantes e outras condições, estabelecidos livremente pelas instituições financeiras e mutuários. Não

---

<sup>28</sup> De acordo com o Banco Central do Brasil - BCB

inclui operações com recursos direcionados, ou seja, lastreadas em recursos compulsórios ou governamentais.

Além disso, o crédito livre pode ser considerado através da segmentação por atividade, que é observada conforme a tabela a seguir<sup>29</sup>:

**Tabela 2 - Crédito por Segmentação de Atividade**

Crédito ao setor privado	Crédito ao setor público
<ul style="list-style-type: none"><li>• Indústria</li><li>• Habitação</li><li>• Rural</li><li>• Comércio</li><li>• Pessoas físicas</li><li>• Serviços</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Federal – Administração Direta</li><li>• Federal – Administração Indireta</li><li>• Estadual e municipal</li></ul>

Fonte: Elaboração Própria

Este trabalho se destina a verificar a influência do crédito às empresas. Por conseguinte, dentro da modalidade de crédito livre, nos interessa os seguintes tipos de concessão de crédito: indústria, rural, comércio, serviços e administração federal indireta. Como os dados para a administração indireta não estavam disponíveis, optou-se pela análise dos quatro primeiros, chamados de crédito bancário às empresas, conforme detalhamento a seguir:

- Indústria - Engloba o crédito direcionado ao financiamento das atividades de extração, beneficiamento e transformação, inclusive de produtos agropecuários, construção de edificações e outras obras contratadas por pessoas jurídicas, serviços industriais de utilidade pública, produção, transmissão e distribuição de energia elétrica, distribuição de gás encanado e água, e serviços de saneamento;
- Comércio - Refere-se às operações contratadas por entidades que operam como intermediários na compra e venda de bens, abrangendo as atividades atacadistas e varejistas;
- Rural - Compreende as operações realizadas em conformidade com as normas específicas do crédito rural, deferidas a produtores rurais e demais pessoas físicas e jurídicas que satisfaçam as condições para contratação de operações da espécie;

<sup>29</sup> De acordo com a Carta-Circular 2.903, de 23/3/2000 do BCB.

- Serviços - Refere-se às entidades não classificadas nos itens anteriores e que atuam, entre outras, nas áreas de transporte, serviços postais e de telecomunicações, educação e cultura, assistência médico-hospitalar, conservação e reparação, diversões, jornais, rádio e televisão, publicidade e propaganda, informática, segurança, mão de obra, assessoria e consultoria, filantropia, etc.

### 3.2.2 Principais Modalidades para Empresas

Dentre as principais modalidades de crédito concedido às empresas, com volumes em carteira atualmente iguais ou superiores a 5 bilhões, podem-se destacar os descontos de duplicatas, o capital de giro, a conta garantida, o vendor e o adiantamento sobre contrato de câmbio – ACC.

A primeira modalidade, o desconto de duplicatas, “[...] é o adiantamento de recursos aos clientes, feito pelo banco, sobre os valores referenciados em duplicatas de cobrança ou notas promissórias, para antecipar o fluxo de caixa do cliente.”<sup>30</sup>

Depois se podem citar as operações de capital de giro, que “[...] são as operações tradicionais de empréstimo vinculadas a um contrato específico que estabeleça prazo, taxas, valores e garantias necessárias e que atendem às necessidades de capital de giro das empresas.”<sup>31</sup>

Também a conta garantida é uma espécie de conta de crédito na qual a empresa tem livre acesso aos recursos, se necessário. Fortuna (2005) diz que esta conta serve para garantir os recursos não existentes na conta corrente da empresa. “À medida que, nesta última, existam valores disponíveis, estes são transferidos de volta, para cobrir o saldo devedor da conta garantida.”<sup>32</sup>

Já o crédito concedido pelo sistema vendor é

[...] uma operação de financiamento de vendas baseada no princípio da cessão de crédito, que permite a uma empresa vender seu produto a prazo e receber o pagamento à vista. [...] A operação de *vendor* supõe que a empresa compradora seja cliente tradicional da vendedora, pois será esta quem assumirá o risco, como intermediadora, do negócio junto ao banco. [...] A empresa vendedora transfere seu

---

<sup>30</sup> FORTUNA, Eduardo. Mercado Financeiro: produtos e serviços. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 16 ed. 2005. p. 186

<sup>31</sup> Ibidem. p. 188

<sup>32</sup> Ibidem. p. 185

crédito ao banco e este, em troca de uma taxa de intermediação, para o vendedor à vista e financia o comprador.<sup>33</sup>

Por fim, enumera-se o Adiantamento sobre Contrato de Câmbio (ACC). Segundo Securato (2002), o ACC é feito quando um banco ou instituição financeira adianta o valor do contrato de uma empresa exportadora em moeda nacional o valor equivalente aos valores em moeda estrangeira decorrentes da exportação de algum bem ou produto. “É um produto que incentiva a exportação de produtos brasileiros e refere-se à concessão do adiantamento pelo banco em até 180 dias antes do embarque da mercadoria.”<sup>34</sup>

### 3.2.3 Risco

Desde 1964, ano da lei de reforma bancária, até o Plano Real, em 1994, a rentabilidade dos intermediários financeiros esteve ligado à espiral inflacionária.

Os intermediários financeiros não precisavam se preocupar com as despesas administrativas, consumidas pela inflação, e as operações de crédito, que deveriam ser o principal objetivo das instituições financeiras, tinham um papel residual no processo de intermediação.<sup>35</sup>

Em 1997, o Conselho Monetário Nacional determinou a Central de Risco de Crédito. Segundo Ribeiro (2006), essa central seria gerida pelo Banco Central do Brasil, e teria os seguintes objetivos<sup>36</sup>:

- Desenvolver ferramentas para detectar possíveis problemas nas carteiras das instituições financeiras;
- Disponibilizar informações precisas e sistemáticas para melhor gerenciamento de crédito visando reduzir a inadimplência e conseqüentemente o spread bancário e alimentar um banco de dados para futuras pesquisas dos departamentos de análise do BCB.

Além disso, o Banco Central também determinou a criação de avaliações de risco, envolvendo características da transação e capacidade de pagamento de clientes.

Em relação à transação, a classificação deve avaliar a natureza, a finalidade, a liquidez das garantias envolvidas e o valor. Em relação ao devedor, no caso de pessoa jurídica, as instituições financeiras devem analisar a situação econômico-financeira, o grau de endividamento, a capacidade de geração de recursos, o fluxo de

---

<sup>33</sup> FORTUNA, Eduardo. Mercado Financeiro: produtos e serviços. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 16 ed. 2005. p. 188

<sup>34</sup> SECURATO, J. R. Crédito – Análise e Avaliação do Risco – Pessoas Físicas e Jurídicas. São Paulo: Sait Paul, 2002. p. 27.

<sup>35</sup> RIBEIRO, E. O Mercado de Crédito. (In: GALVÃO, A. et al. Mercado Financeiro: uma abordagem prática dos principais produtos e serviços. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006, p.133

<sup>36</sup> Ibidem, p. 137

caixa do negócio, a qualidade da administração e dos controles, as principais características do setor de atividade e as possíveis contingências.<sup>37</sup>

A reestruturação normativa garantiu maior solvência nos empréstimos concedidos, assegurando a composição adequada das carteiras de crédito proporcionada pelos diferentes níveis de risco aos quais as instituições financeiras estão expostas. Assim, quanto maior o risco na concessão do crédito, maior é o risco de calote e também maior é a rentabilidade proporcionada pelos empréstimos a essas carteiras, sendo o inverso também verdadeiro. A composição adequada das carteiras de crédito garante uma composição adequada entre risco, solvência e retorno.

### **3.3 Mercado de Capitais**

O mercado de capitais compreende as operações de financiamento às empresas através de operações de longo prazo. A grande vantagem deste tipo de financiamento em relação ao crédito bancário é justamente a exclusão do intermediador financeiro. Assim, no sistema financeiro tradicional, as instituições financeiras bancárias servem como ponte, captando recursos dos agentes superavitários, e emprestando aos agentes deficitários. Como visto, muitas vezes não é possível conciliar a estrutura dos empréstimos com a maturação dos investimentos, e, portanto, a concessão de crédito se limita a operações que garantam rentabilidade aos bancos comerciais. Por conseguinte, quando a relação de transmissão de recursos passa a ser controlado diretamente pelas empresas, ou tomadores de recursos, e pelos investidores, emprestadores de recursos, passa-se a dirimir esses fatores, que representam um custo adicional à transação, conforme já apresentado.

As chamadas emissões públicas de títulos mobiliários, nada mais representam do que a constituição de um papel emitido pelos agentes tomadores de recursos, tornando os emprestadores também sócios da empresa, através das emissões de ações, ou tornando-os credores, com as especificações de prazos, garantias e retornos desses papéis, como no caso das debêntures e notas promissórias. Além disso, os mercados de capitais detêm outros tipos de ofertas, as quais serão analisadas neste trabalho.

Por fim, considera-se a distinção entre as ofertas públicas primárias e as secundárias. A oferta primária de ações demonstra a quantidade de ações que serão vendidas objetivando a captação de recursos para o caixa da empresa. A oferta primária deve ser entendida para

---

<sup>37</sup> RIBEIRO, E. O Mercado de Crédito. (In: GALVÃO, A. et al. Mercado Financeiro: uma abordagem prática dos principais produtos e serviços. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006, p.138.

avaliar a capacidade futura de investimento da empresa. Já a oferta secundária significa a quantidade de ações que estavam nas mãos dos antigos acionistas e que após essa oferta pertencerão ao mercado. Este trabalho compreende apenas as ofertas públicas iniciais primárias, pois nas ofertas secundárias os recursos oriundos da captação irão para os antigos acionistas e não para o caixa da empresa.

### 3.3.1 Principais Tipos de Oferta

Este trabalho denomina as ofertas públicas iniciais como aquelas registradas na CVM com volumes iguais ou superiores a R\$ 1 bilhão de reais, anualmente, de 2004 até 2007. Nessa categoria incluem-se as ações, os fundos de investimento em participações (FIP), as debêntures, as notas promissórias e os fundos de investimento em direito creditório (FIDC), conforme detalhamento a seguir:

- Ações - constituem a menor parcela do capital social de uma sociedade anônima. São valores negociáveis e distribuídos aos subscritores, também denominados acionistas. No caso dessas ações serem denominadas ordinárias, estas apresentam como principal característica o direito de voto, podendo, assim, influir nas decisões da empresa. Um segundo tipo de ações são aquelas denominadas preferenciais, que têm privilégios em relação ao recebimento de dividendos, porém seus possuidores não participam das deliberações da empresa.
- Fundo de Investimento em Participação – FIP - instituídos pela instrução nº 391 da CVM, de 16 de julho de 2003, os fundos de investimento em participações diz em seu artigo 2º que este tipo de fundo é uma  

“[...] comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração.”<sup>38</sup>
- Debêntures - são títulos emitidos por sociedades anônimas, regulamentadas pela Comissão de Valores Imobiliários (CVM), tendo por garantia os seus ativos. “Outras

---

<sup>38</sup> Instrução CVM Nº. 391, de 16 de julho de 2003, que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações.

características referentes a prazo, vencimento, remuneração, amortização, resgate, etc. de debêntures são estabelecidas pela assembleia de acionistas da companhia”<sup>39</sup>

- Notas Promissórias - é um valor mobiliário semelhante às debêntures, sendo sua regulamentação mais recente estabelecida pela instrução nº 292, de 1998, da CVM, sendo emitidas para as necessidades de caixa e financiamento das empresas. Entretanto essas notas só podem ser emitidas por instituições financeiras, empresas de leasing e corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários. Fortuna (2005) as define como um “título de curto prazo emitido por instituições não-financeiras, sem garantia real, podendo ser garantido por fiança bancária, negociável em mercado secundário e com data de vencimento certa.”<sup>40</sup> Além disso, esse tipo de valor mobiliário não é facultado somente às empresas de capital aberto. As sociedades anônimas de capital fechado também podem utilizar esta forma de captação de recursos.

Uma desvantagem da nota promissória comercial em relação à debênture é que não é permitido, em caso de liquidação antecipada, que a empresa carregue o título em tesouraria conforme ocorre com as debêntures. Tal fato significa que o mercado secundário de revenda não pode ser usado pelo emissor do título.<sup>41</sup>

- Fundo de Investimento em Direito Creditório – FIDC - são baseados em títulos de securitização de recebíveis. “O objetivo da operação [...] é permitir a uma empresa obter os recursos sem comprometer o seu limite de crédito junto aos credores e sem prejudicar os índices de endividamento do seu balanço”<sup>42</sup>

Especificamente em relação aos FIDCs, Fortuna (2005) diz que diferentes tipos de recebíveis podem dar origem à operação de securitização, os quais incluem, por exemplo,<sup>43</sup> contratos de locação/venda de imóveis; pedágios em rodovias; venda a crédito; contas de luz, água, telefone, desde que administradas e geradas por empresa privada; faturas de cartão de crédito; exportações; mensalidades diversas, como escolares e planos de saúde; entre outros.

A operação de securitização de recebíveis transfere os créditos a uma empresa em separado. Nomeia-se um agente fiduciário para ser o administrador do fluxo de caixa desta nova empresa. Além disso, a operação envolve auditorias independentes, agências de classificação de risco de crédito, e os próprios agentes de liquidação e custódia dos títulos.

---

<sup>39</sup> ASSAF NETO, Alexandre. Mercado Financeiro. 5. ed., São Paulo: Atlas, 2003. p.78

<sup>40</sup> FORTUNA, Eduardo. Mercado Financeiro: produtos e serviços. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 16 ed. 2005. p.319

<sup>41</sup> Ibidem, p.320

<sup>42</sup> Ibidem, p.318

<sup>43</sup> Ibidem, p. 318

### 3.3.2 Captações Externas

As captações de recursos no exterior sempre fizeram parte da história econômica brasileira. Através dessas captações, as empresas nacionais normalmente têm acesso a recursos mais baratos do que aqueles captados dentro do país. Neste caso, como o empréstimo é denominado em moeda estrangeira, a amortização de suas parcelas também está sujeita à variação cambial, e também quanto às condições do mercado internacional, e a sua disposição para empréstimo às empresas de mercados emergentes. Segundo Fortuna (2005), a legislação mais recente é a Resolução 2.770, de 30/08/2000 e a Circular 3.027 com o seu regulamento anexo de 22/02/2001, que consolidam

todas as normas que disciplinam as operações de empréstimo entre os residentes e domiciliados no país e os residentes ou domiciliados no exterior, incluindo a captação de recursos no exterior com vínculo às exportações (securitização de exportações), a captação direta com títulos conversíveis e as feitas por agências ou subsidiárias de bancos brasileiros localizadas no exterior [...] <sup>44</sup>

Além disso, o autor menciona as seguintes características básicas destas captações<sup>45</sup>:

- Os recursos captados por meio de empréstimos externos devem ser aplicados em atividades econômicas (Lei 4.131), desde que respeitada a compatibilidade entre os custos da operação e os parâmetros usuais no mercado internacional;
- Não há necessidade de autorização prévia do BCB para a contratação dos empréstimos;
- Os recursos ingressados no país devem ser registrados no BCB;
- As instituições financeiras e sociedades de arrendamento mercantil podem captar recursos no exterior para livre aplicação no mercado interno, incluindo repasses interfinanceiros, sendo que, no caso das instituições financeiras, também está autorizado o repasse a pessoas físicas e jurídicas não-financeiras (no repasse só pode haver o ganho da comissão);
- Os recursos externos captados diretamente por meio da colocação de títulos devem observar os procedimentos utilizados no mercado internacional, não sendo admitidos vencimentos em aberto ou encargos indefinidos ou vinculados de forma ilimitada à performance do tomador de recursos ou de terceiros;
- Existem restrições quando os tomadores dos recursos externos forem do setor público;

---

<sup>44</sup> FORTUNA, Eduardo. Mercado Financeiro: produtos e serviços. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 16 ed. 2005. p. 336

<sup>45</sup> Ibidem. p. 336

- Não há prazo mínimo de amortização para a contratação, renovação e prorrogação das operações, sendo que, para prazos inferiores a 90 dias, há a incidência de IOF de 5% sobre o valor ingressado no país, e
- As captações de recursos no exterior com vínculo às exportações, com títulos conversíveis, e as feitas por agências ou subsidiárias de bancos brasileiros localizadas no exterior não se sujeitam às regras da resolução 2.770, mas sim às da Circular 3.027.

As empresas captam recursos no exterior para reestruturação de suas dívidas ou realizar investimentos. As instituições financeiras os captam para obter ganhos de arbitragem, seja nos empréstimos externos para bons clientes, seja para ganhos nas aplicações financeiras em títulos públicos. [...] Os bancos brasileiros só buscam dólares para capital de giro – captações de curto prazo – por meio de eurobônus quando conseguem captar no exterior, pagando juros menores que do cupom cambial – os juros que vão receber no mercado interno de títulos públicos federais ou que servem como base nos empréstimos às empresas.<sup>46</sup>

Por fim, menciona-se uma recente mudança nas regras para o registro de recursos ingressados no país através de captações externas denominadas em moeda nacional, instituído pelo BCB<sup>47</sup>. As boas condições econômicas brasileiras permitiram essa nova modalidade de captação, que retira o risco da variação do câmbio, e também contribui para o alongamento de dívidas e redução de custos de captação para empresas.

### 3.3.3 Investimento Estrangeiro em Carteira

De acordo com Feijó (2003), os investimentos em carteira “[...] registram os fluxos de ativos e passivos constituídos pela emissão de títulos de crédito, negociados comumente em mercados secundários de papéis.”<sup>48</sup> Ainda de acordo com este autor, esses títulos podem ser títulos de participação no capital, ou os títulos de dívida, por exemplo. O BCB estabelece um limite máximo de 10% para participação no capital. A partir deste valor, deixa de ser investimento em carteira e passa a ser classificado em investimento direto.

<sup>46</sup> FORTUNA, Eduardo. Mercado Financeiro: produtos e serviços. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 16 ed. 2005. p.340

<sup>47</sup> Através da resolução 3.221, de 29/07/2004

<sup>48</sup> FEIJÓ, C.A, et al. Contabilidade Social. Rio de Janeiro: Elsevier, 2003. 4.ed. p.166

## 4. Método Econométrico

### 4.1 Terminologia e Tipos de Dados

Na análise de regressão, as variáveis podem ser dependentes ou explicativas. Cada uma das duas apresenta variações aplicáveis, as quais se podem mencionar:

**Tabela 3 – Nomenclaturas das Variáveis na Análise de Regressão**

Variável dependente	Variável explicativa
Variável explicada	Variável independente
Predito	Preditor
Regredido	Regressor
Resposta	Estímulo ou variável de controle
Endógena	Exógena

Fonte: GUJARATI, 2006, p.18.

Além dessas, há também a variável aleatória, que é sinônima de estocástico. Essa variável pode assumir qualquer conjunto de valores com uma dada probabilidade.

Em relação aos tipos de dados, a econometria destaca dois tipos principais de tipos: os dados de corte transversal e os dados de série de tempo. Em relação ao primeiro, “ [...] um conjunto de dados de corte transversal consiste em uma amostra de indivíduos, consumidores, empresas, cidades, estados, países ou uma variedade de outras unidades, tomada em um determinado ponto no tempo. <sup>49</sup>” Esse tipo de dados frequentemente está associado a alguma forma de amostragem. A coleta de dados em uma amostra é fundamental para a interpretação correta das características da população em análise. Desta forma, uma análise econômica poderia, por exemplo, prever as características de uma determinada amostra de trabalhadores, através de dados como o salário, nível de escolaridade, sexo; em um determinado ponto do tempo.

O segundo tipo de dados, os de séries de tempo, Woolridge (2006) diz que “consistem em observações sobre uma variável ou muitas variáveis ao longo do tempo.” <sup>50</sup> O próprio autor enfatiza esses tipos de dados em economia, que incluem preços de ações, oferta de moeda, índices de preços ao consumidor, produto interno bruto, taxas anuais de homicídios e números de vendas de algum produto, por exemplo. Quando se fala em análise de dados ao longo do tempo, deve-se considerar que, particularmente na economia, as relações

<sup>49</sup> WOOLRIDGE, J.M. Introdução à Econometria: uma abordagem moderna. Tradução de Rogério Cezar de Souza. Revisão Técnica de Nelson Carneiro. São Paulo: Pioneira Thomson Learning. 2006, p.5

<sup>50</sup> Ibidem p.8

econômicas geralmente são dependentes entre si ao longo do tempo. Dados de produção, índices de preços, entre outros, sofrem influência de dados passados. Além disso, outro aspecto importante a ser considerado, é a frequência com que os dados econômicos são coletados. “Muitas séries de tempo econômicas sejam semanais, mensais ou trimestrais, exibem um forte padrão sazonal, o qual pode ser um importante fator na análise de séries de tempo.”<sup>51</sup> Segundo Gujarati (2000) há quatro abordagens para previsões econômicas em séries temporais: (1) modelos de regressão de equação única; (2) modelos de regressão de equações simultâneas; (3) modelos auto-regressivos integrados de média móvel (ARIMA); e (4) modelos de auto-regressão vetorial (VAR). As duas primeiras abordagens estão baseadas nos tradicionais modelos de regressão usados na econometria. Já no modelo ARIMA, conhecido popularmente como metodologia Box-Jenkins,

[...] a ênfase desses novos métodos de previsão não está em construir modelos de equação única ou de equações simultâneas, mas em analisar as propriedades probabilísticas (ou estocásticas) de séries temporais econômicas em si mesmas, de acordo com a filosofia de deixar que os dados falem por si mesmos.<sup>52</sup>

Por fim, nos modelos de auto-regressão vetorial (VAR), consideram-se as diversas variáveis endógenas ao mesmo tempo. “Mas cada variável endógena é explicada por seus valores defasados (ou passados) e pelos valores defasados de todas as demais variáveis endógenas no modelo; em geral, não há variáveis exógenas no modelo.”<sup>53</sup>

## 4.2 Testes do Modelo de Regressão Linear

Neste tópico selecionam-se alguns testes utilizados no modelo de regressão linear: os testes de hipótese e intervalos de confiança, os testes dos coeficientes da regressão – distribuição t, os testes F e  $R^2$ , conforme detalhamento a seguir:

- Teste de Hipóteses e Intervalos de Confiança - servem para aceitar-se ou rejeitar-se uma hipótese nula sobre os parâmetros de uma regressão linear.

Para testar a validade de um modelo levantamos a hipótese nula de que  $\beta$  é igual a 0. Esperamos rejeitar a hipótese nula ao obter um valor de ( $\beta$ ) que seja suficientemente diferente de 0, a fim de questionar significativamente a hipótese de que  $\beta$  é igual a 0.<sup>54</sup>

---

<sup>51</sup> WOOLRIDGE, J.M. Introdução à Econometria: uma abordagem moderna. Tradução de Rogério Cezar de Souza. Revisão Técnica de Nelson Carvalheiro. São Paulo: Pioneira Thomson Learning. 2006, p. 9

<sup>52</sup> GUJARATI, D. N. Econometria básica. Tradução de Maria José Cyhlar Monteiro. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006, p.741

<sup>53</sup> Ibidem, p.742

<sup>54</sup> PINDYCK, Robert S; RUBINFELD, Daniel L. Econometria: modelos e previsões. 4 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004, p. 74

“É normal nos trabalhos de econometria aplicada examinar com cuidado as estatísticas de teste e os erros-padrão dos coeficientes. Quando a rejeição da hipótese nula é válida, em geral se aceita o modelo [...]”<sup>55</sup>

- Testes dos Coeficientes da Regressão – Distribuição t - teste estatístico utilizado para rejeitar uma hipótese nula de um coeficiente de regressão normalmente se baseia e uma distribuição t. “A distribuição t é relevante porque, para fazer os testes estatísticos, precisamos utilizar uma estimativa da variância amostral dos erros em vez do verdadeiro valor dessa variância.”<sup>56</sup>

Ocasionalmente as análises econométricas apresentam informação adicional na forma de um valor de probabilidade (aqui chamado de valor-p). Um valor p descreve o nível de significância exato associado a um resultado econométrico. Assim, um coeficiente de 0,07 indica que um coeficiente é estatisticamente significativo ao nível 0,07.<sup>57</sup>

- Testes F e  $R^2$  - O teste F sobre  $R^2$  oferece um teste da hipótese nula de que todos os coeficientes da regressão são zero, “[...] mas há circunstâncias em que podemos desejar testar a significância conjunta de um subconjunto de todos os coeficientes de regressão.”<sup>58</sup> Pindyck (2004) menciona a diferença do teste F para os testes t dos coeficientes individuais. Segundo o autor, “[...] é bem possível que todos os testes t não sejam significativos, enquanto o teste F conjunto é significativo.”<sup>59</sup> Em relação ao  $R^2$ , este, de acordo com Pindyck (2004), mede “[...] a proporção da variação de Y, que é “explicada” pela equação de regressão múltipla”.<sup>60</sup> Além disso, o autor diz que o “ $R^2$  muitas vezes é usado informalmente como estatística da qualidade do ajustamento e para comparar a validade dos resultados da regressão com especificações alternativas de variáveis explanatórias no modelo.”<sup>61</sup>

---

<sup>55</sup> PINDYCK, Robert S; RUBINFELD, Daniel L. Econometria: modelos e previsões. 4 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004, p. 74

<sup>56</sup> Ibidem, p. 75

<sup>57</sup> Ibidem, p. 76

<sup>58</sup> Ibidem, p. 146

<sup>59</sup> Ibidem, p. 148

<sup>60</sup> Ibidem, p. p. 100

<sup>61</sup> Ibidem, p. 100

## 4.3 A Violação das Hipóteses do Modelo Básico

### 4.3.1 Multicolineariedade

Pindyck (2004) diz que uma das pressuposições do modelo de regressão múltipla é que não existe uma relação linear exata entre quaisquer variáveis explanatórias no modelo.

A maneira mais fácil de ver se a multicolineariedade está causando problemas é examinar os erros-padrão dos coeficientes. Se vários coeficientes têm erro-padrão elevado e ao retirarmos uma ou mais variáveis da equação se reduz o erro-padrão das variáveis que permaneceram, a origem do problema normalmente é a multicolineariedade.<sup>62</sup>

Outro modo de avaliar a multicolineariedade é verificar a covariância entre os parâmetros estimados. Assim “[...] um grau elevado de colineariedade estará associado com uma covariância entre parâmetros estimados alta (em valor absoluto).”<sup>63</sup>

### 4.3.2 Correlação Serial

“A correlação serial ocorre em estudos de séries temporais quando os erros associados com observações em um dado período de tempo se mantêm por transferência nos períodos de tempo futuros. Por exemplo, se estamos prevendo o crescimento dos dividendos de ações, uma superestimativa em um ano tenderá a levar a superestimativa nos anos subseqüentes.”<sup>64</sup>

### 4.3.3 Autocorrelação - Teste de Durbin-Watson

O teste de Durbin-Watson envolve o cálculo de um teste estatístico baseado nos resíduos do método de regressão de mínimos quadrados, e estará na faixa de 0 a 4, sendo que um valor próximo de 2 indicaria que não há correlação serial de primeira ordem, não podendo ser usada caso a equação de regressão contenha uma variável dependente com defasagem.

---

<sup>62</sup> PINDYCK, Robert S; RUBINFELD, Daniel L. Econometria: modelos e previsões. 4 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004, p..109

<sup>63</sup> Ibidem, p.109

<sup>64</sup> Ibidem, p. 181.

#### 4.3.4 Heterocedasticidade

##### A hipótese de homoscedasticidade

“[...] para a regressão múltipla, significa que a variância do erro não observável,  $u$ , condicional nas variáveis explicativas, é constante. A homoscedasticidade não se mantém sempre que a variância dos fatores não observáveis muda ao longo de diferentes segmentos da população, nos quais os segmentos são determinados pelos diferentes valores das variáveis explicativas.”<sup>65</sup>

Segundo Pindyck (2004) uma boa forma de testar a presença de heterocedasticidade em um modelo de séries temporais é verificar um gráfico dos resíduos quadrados ao longo do tempo. Isso mostrará se as variâncias estimadas aumentam com o tempo<sup>66</sup>.

---

<sup>65</sup> WOOLRIDGE, J.M. Introdução à Econometria: uma abordagem moderna. Tradução de Rogério Cezar de Souza. Revisão Técnica de Nelson Carneiro. São Paulo: Pioneira Thomson Learning. 2006, p.243

<sup>66</sup> PINDYCK, Robert S; RUBINFELD, Daniel L. Econometria: modelos e previsões. 4 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004, p. 173

## 5. Análise dos Dados

A análise dos dados procura estabelecer a composição do crédito bancário às empresas e das ofertas públicas iniciais (OPI), bem como a influência entre as variáveis e o estabelecimento dos fatores determinantes das mesmas.

Este capítulo foi organizado em três tópicos. O primeiro demonstra o processo utilizado para verificar a influência das emissões públicas no mercado de crédito bancário às empresas. O segundo tópico procura demonstrar os fatores e variáveis determinantes do crédito, independente das ofertas públicas iniciais. E, por fim, o terceiro capítulo procura demonstrar os fatores e variáveis que determinam as OPIs.

Por último, antes do prosseguimento da análise, mostra-se a seguir a metodologia de deflacionamento dos dados, bem como a nomenclatura dos dados utilizados nas análises de regressão linear.

### Deflacionamento dos dados

Em relação ao deflacionamento dos dados, esses foram trazidos a valor presente pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, que é o índice de inflação oficial utilizado pelo Banco Central do Brasil – BCB. Neste caso, foi constituído um índice com base um, em dezembro de 2007, conforme o seguinte cálculo:

$$IP_t = \frac{IP_{t+1}}{1 + \pi_{t+1}}$$

Sendo:

IP = Índice de Preços

$\pi$  = Inflação

A tabela abaixo mostra a variação do índice ao longo de 2007, bem como do próprio IPCA mensal em %. Para o cálculo das variáveis reais<sup>67</sup>, multiplicou-se o valor nominal pelo índice inflação IPCA do mesmo período.

**Tabela 4 - Índice de Deflacionamento de Dados Aplicado ao Ano de 2007**

	1/7	2/7	3/7	4/7	5/7	6/7	7/7	8/7	9/7	10/7	11/7	12/7
<b>IPCA (%)</b>	0,44	0,44	0,37	0,25	0,28	0,28	0,24	0,47	0,18	0,3	0,38	0,74
<b>Índice</b>	0,961	0,966	0,969	0,972	0,974	0,977	0,979	0,984	0,986	0,989	0,993	1,000

Fonte: Elaboração própria

#### Nomenclatura dos Dados Utilizados

Os dados utilizados nas análises de regressão foram estabelecidos conforme a nomenclatura mostrada na tabela a seguir.

**Tabela 5 - Nomenclatura e Descrição das Variáveis**

<b>Variável</b>	<b>Código</b>	<b>Descrição</b>
JUROS	Taxa de Juros Real	Taxa SELIC real (IPCA) - mensal
JUROS N	Taxa de Juros	Taxa SELIC nominal - mensal
PIB	Produto Interno Bruto	PIB real (IPCA) - mensal
OPI	Ofertas Públicas Iniciais	Ofertas públicas primárias registradas na CVM mensalmente. Compreendem as ações, debêntures, notas promissórias, certificados de recebíveis imobiliários, fundos de FIPs e fundos de FIDCs. Deflacionadas pelo IPCA.
CREDEMP FLUXO	Crédito a Empresas	Compreendem os créditos com recursos livres mensais destinados aos setores industrial, comercial, rural e serviços, concedidos mensalmente, em valores reais (IPCA).
IECL	Investimento Estrangeiro em Carteira	Investimento estrangeiro em carteira - IEC (líquido) – mensal – multiplicado pelo câmbio médio do mês (em reais)

Fonte: Elaboração própria

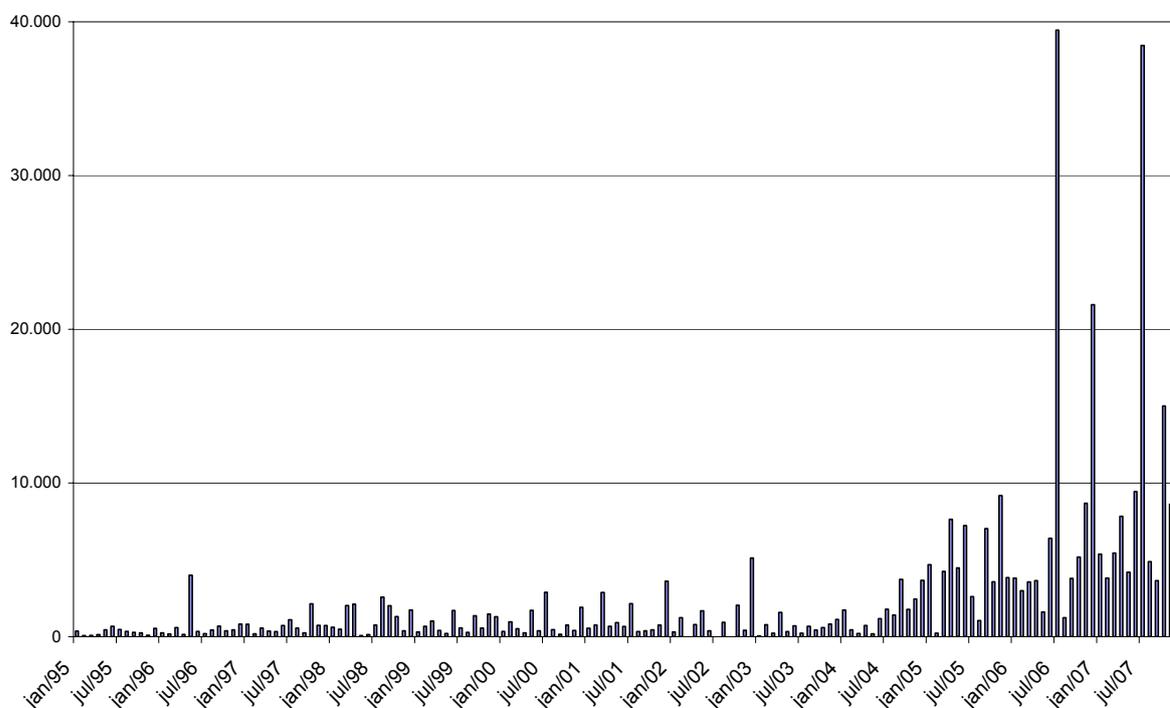
<sup>67</sup> Especificamente em relação à taxa de câmbio real, esta foi deflacionada inversamente, uma vez que a taxa cambial no Brasil é expressa pelo método direto, ou seja, o câmbio é denominado em moeda nacional em relação à moeda estrangeira.

## 5.1 Análise das Emissões Públicas e o Mercado de Crédito

Nos últimos anos, vem acontecendo no Brasil um processo de consolidação e adensamento do mercado de capitais, no qual empresas vêm ampliando a captação de recursos de forma vultosa, através da obtenção de recursos pelas emissões públicas.

Apesar das inúmeras modalidades de emissões públicas, este trabalho considera apenas aquelas de maior volume de recursos emitidos<sup>68</sup>, justamente por compreender que outras ofertas têm participação relativa muito baixa, se comparadas à totalidade desses títulos. Neste trabalho, as ofertas públicas iniciais (OPI) são compreendidas pelas emissões públicas iniciais primárias registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), sendo representada pelos seguintes tipos de oferta: ações, debêntures, notas promissórias, certificados de recebíveis imobiliários, fundos de FIPs e fundos de FIDCs. O gráfico abaixo mostra o volume mensal, em milhões de reais (1.000 milhões = 1 bilhão), das OPI, de janeiro de 1995 até dezembro de 2007.

**Gráfico 3 - Ofertas Públicas Iniciais em Volumes Mensais**



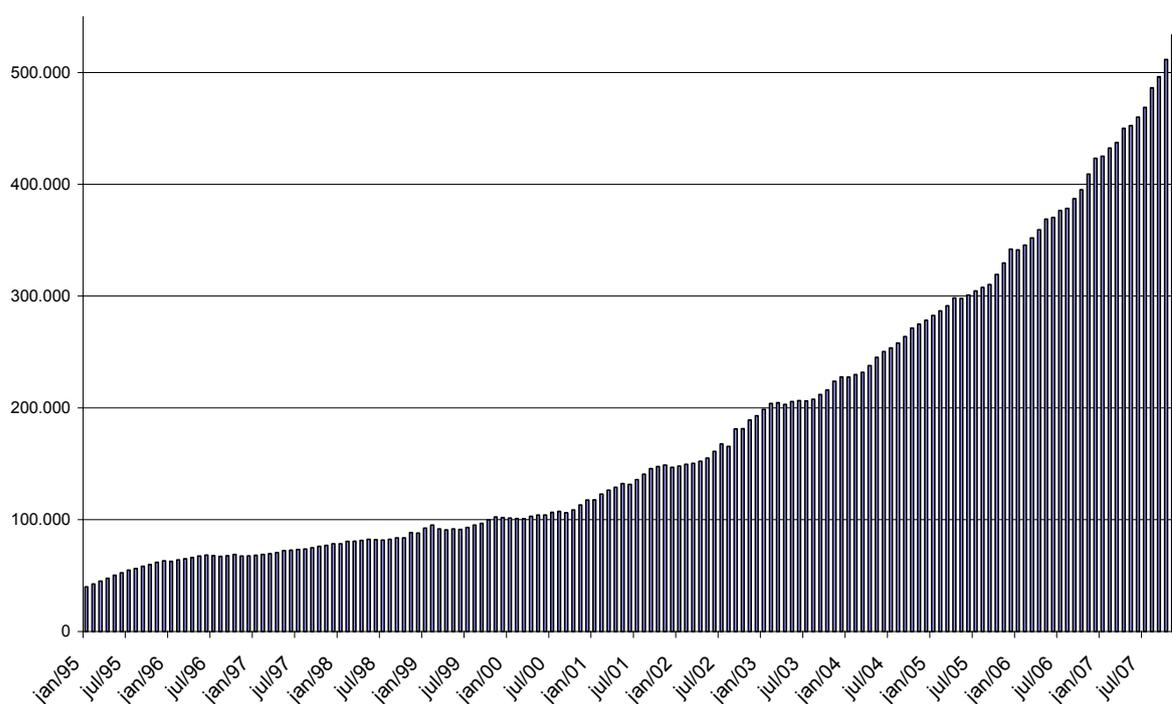
Fonte: BCB – dados em valores reais deflacionados pelo IPCA

<sup>68</sup> Consideram-se as ofertas públicas em que foram registrados na CVM volumes iguais ou superiores a R\$ 1bilhão de reais, anualmente, de 2004 até 2007.

Conforme pode ser visto, nos últimos anos, particularmente após 2005, as OPIs tiveram um expressivo aumento de recursos registrados. Como também é possível ser observado, nos meses de julho de 2006 e julho de 2007, os recursos emitidos totalizaram quase 40 bilhões de reais em cada mês.

Por outro lado, analisando-se o mercado de crédito bancário às empresas, consideramos este como compreendendo os créditos com recursos livres mensais destinados aos setores industrial, comercial, rural e serviços. Especificamente em relação ao crédito rural, este, quando se tratando de recursos livres, mesmo financiando empresas do agronegócio, compreende também o crédito a determinadas pessoas físicas, de acordo com a classificação do Banco Central do Brasil – BCB. O gráfico abaixo mostra o volume mensal, em milhões de reais (1.000 milhões = 1 bilhão), da carteira de crédito bancário às empresas, de janeiro de 1995 até dezembro de 2007.

**Gráfico 4 – Carteira de Crédito Bancário às Empresas em Volumes Mensais**

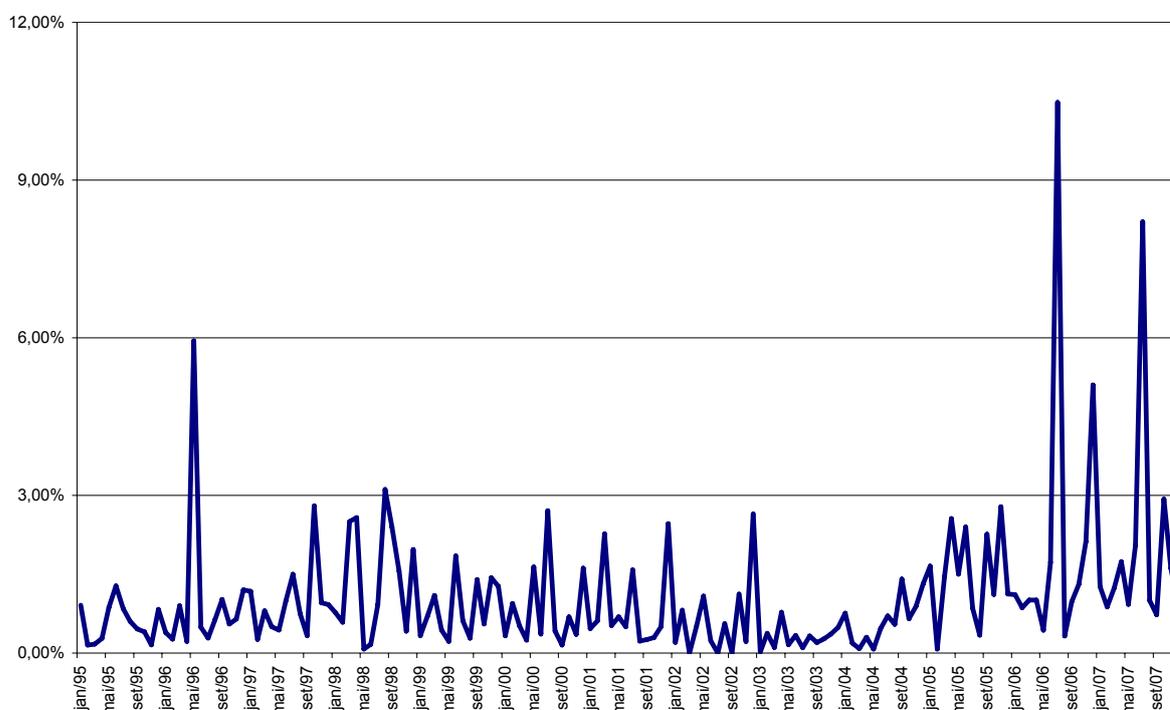


Fonte: BCB – dados em valores reais deflacionados pelo IPCA

De acordo com o gráfico, o volume de crédito concedido às empresas apresenta também crescimento constante ao longo dos meses e o seu estoque já ultrapassa 500 bilhões de reais em volume agregado.

Na análise dos dados verifica-se que a abertura de capital de muitas empresas, e a sua ida à bolsa nos últimos anos, bem como o aumento de outras operações como o lançamento de títulos privados por essas empresas, que vem sendo bastante destacado pela mídia, ainda assim não representa um volume significativo se comparado ao crédito destinado às empresas. Por isso, as OPI são ainda bastante incipientes, e estão longe de representar uma fonte expressiva para o financiamento das empresas brasileiras, se comparadas ao crédito bancário. O gráfico abaixo representa a relação entre o fluxo mensal das OPIs e o estoque de crédito às empresas de janeiro de 1995 até dezembro de 2007.

**Gráfico 5 – Razão entre OPIs e Crédito Bancário às Empresas (em %)**

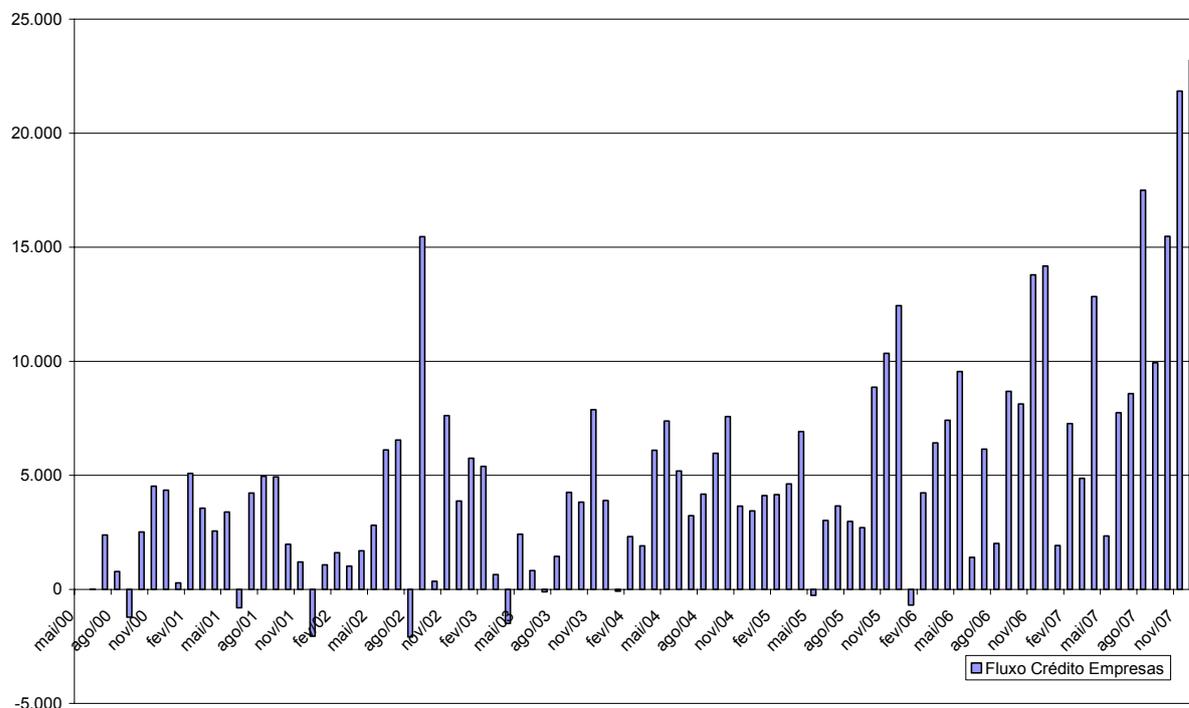


Fonte: BCB – dados em valores reais deflacionados pelo IPCA

De acordo com os dados, durante a maior parte deste período, as OPIs representaram apenas menos de 5,00% do estoque de crédito às empresas, conforme pode ser visualizado. Em apenas quatro períodos a participação relativa das OPIs teve aumento superior a 5,00%, nos meses de maio de 1996, julho de 2006, dezembro de 2006 e julho de 2007.

Considerando-se o volume mensal das carteiras de crédito às empresas em fluxos mensais, pode-se observar esta evolução de acordo com o gráfico abaixo, em milhões de reais (1.000 milhões = 1 bilhão).

**Gráfico 6 – Volumes Mensais de Crédito às Empresas**



Fonte: BCB – dados em valores reais deflacionados pelo IPCA

Tratando-se de um modelo de regressão linear, considerando CREDEMPFLUXO uma variável endógena, ou explicada, e considerando PIB, JUROS e OPI como variáveis exógenas ou explicativas, tem-se a regressão linear com as seguintes características:

**Tabela 6 - Regressão com CREDEMPFLUXO como Variável Dependente**

Variável Dependente: CREDEMPFLUXO  
Método: Mínimos Quadrados Ordinários  
Data: 03/03/08 Tempo: 01:15  
Amostra: 2000:05 2007:12  
Observações incluídas: 92

Variável	Coefficiente	Erro Std.	Estatística-t	Prob.
OPI	0.029674	0.072001	0.412128	0.6812
JUROS	-2968.205	847.6903	-3.501520	0.0007
PIB	0.055517	0.008865	6.262681	0.0000
C	-157.8976	1256.988	-0.125616	0.9003
R-squared	0.429453	Mean dependent var	4919.398	
Adjusted R-squared	0.410003	S.D. dependent var	4846.889	
S.E. of regression	3722.957	Akaike info criterion	19.32493	
Sum squared resid	1.22E+09	Schwarz criterion	19.43457	
Log likelihood	-884.9467	F-statistic	22.07934	
Durbin-Watson stat <sup>69</sup>	1.607386	Prob(F-statistic)	0.000000	

Fonte: Elaboração Própria – E-Views 4.0

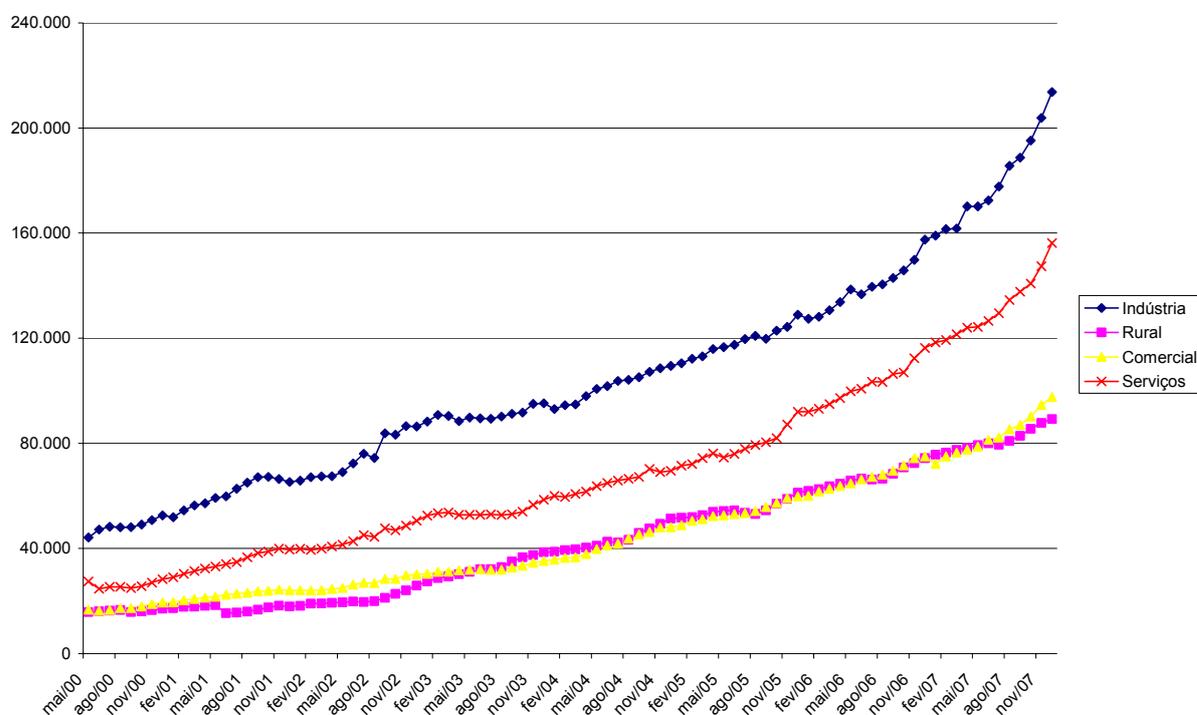
No modelo, se está testando os coeficientes com um nível de significância igual a 5%. Na variável OPI tem-se uma estatística-t de 0,41 com valor-p (ou nível de significância marginal) em 68,12%. Na variável JUROS tem-se uma estatística-t de -3,50 com valor-p igual a 0,07%. E, por fim, na variável PIB, tem-se uma estatística-t de 6,26 com valor-p igual a 0,00%, o que determina uma evidência para rejeitar a hipótese nula de um coeficiente igual a zero para JUROS e PIB. Por outro lado, não se pode rejeitar a hipótese nula para a variável OPI, por seu nível de significância marginal ser de 68,12%, conforme apresentado. Sendo assim, mesmo desconsiderando os demais testes desta regressão linear, na primeira aproximação ao problema de pesquisa, mostra-se que as ofertas públicas iniciais não influenciam os créditos às empresas. Nos próximos capítulos, se fazem análises mais detalhadas, desdobrando a concessão de crédito quanto à segmentação por atividade econômica, as suas modalidades ou tipos de operação e os níveis de risco. O detalhamento tem por objetivo a análise da composição do crédito, e também tenta explicar como as variáveis de crédito desagregadas podem ser explicadas pelas OPIs.

<sup>69</sup> Com três variáveis exógenas (excluindo o intercepto), e com 80 observações incluídas, tem-se (pela tabela de Durbin-Watson) um D-L de 1,56 e um D-U de 1,72. O valor de Durbin-Watson para essa regressão é de 1,60, ficando acima de D-L (não há correlação serial). Entretanto é um valor inferior a D-U, o que indica que provavelmente há correlação serial.

### 5.1.1 Setores de Atividade Econômica

Considerando-se os volumes de crédito por atividade econômica, tal como especificado anteriormente, tem-se no setor industrial a maior destinação de recursos destinados ao crédito, seguido pelo setor de serviços. Os setores rural e comercial apresentam volume de crédito em níveis bastante semelhantes, conforme pode ser visualizado no gráfico abaixo, que traz o crédito às empresas segregado por atividade econômica, em milhões de reais(1.000 milhões = 1 bilhão), mensalmente.

**Gráfico 7 – Volume de Crédito Mensal às Empresas por Atividade Econômica**



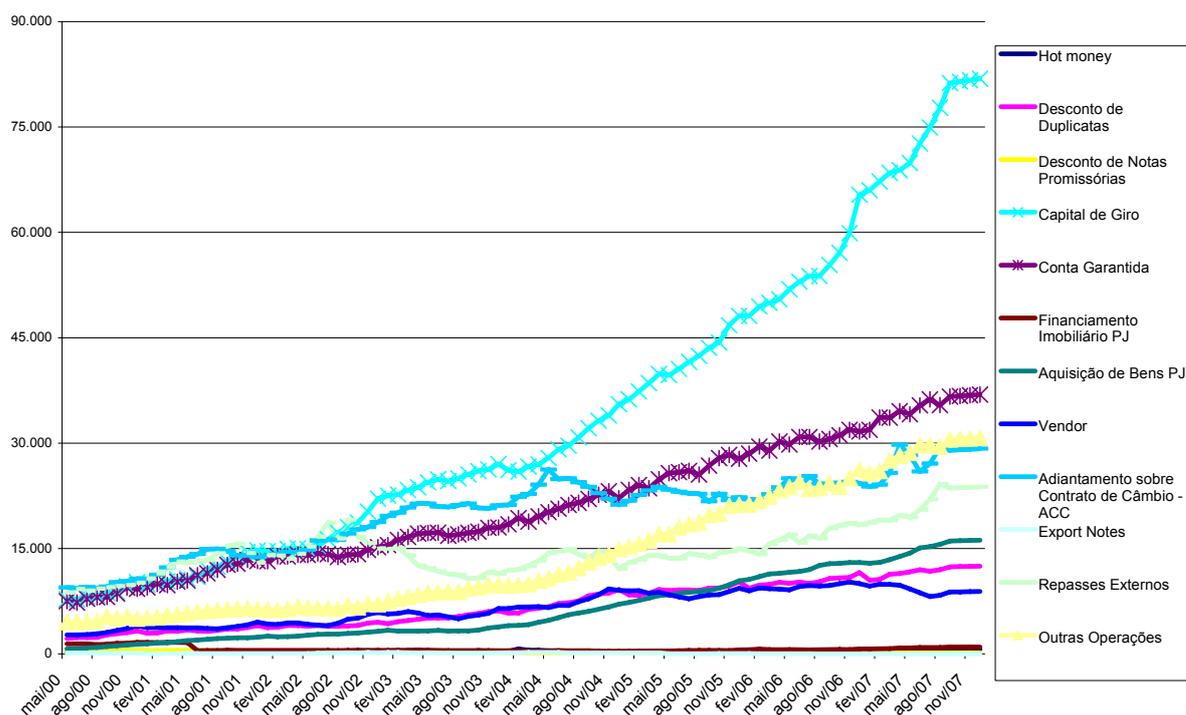
Fonte: BCB – dados em valores reais deflacionados pelo IPCA

Tal como a regressão linear feita com o crédito às empresas de forma agregada, os modelos testados com o crédito para cada setor de atividade não apresentaram a consistência desejada, quando destinados a verificar a influência das OPIs nessas atividades, analisadas individualmente.

### 5.1.2 Tipos de Operações de Crédito às Empresas

Consideradas as modalidades de concessão de crédito às empresas, pode-se verificar a composição relativa, bem como sua evolução ao longo do tempo, nos diversos tipos de operações de crédito bancário. O gráfico abaixo representa o volume mensal, em milhões de reais (1.000 milhões = 1 bilhão), dessas operações.

**Gráfico 8 – Volume Mensal de Crédito às Empresas por Tipo de Operação**



Fonte: BCB – dados em valores reais deflacionados pelo IPCA

Conforme pode ser observado, a principal operação de crédito às pessoas jurídicas é o capital de giro. As empresas vêm buscando mais recursos de capital de giro nos bancos, e “[...] devido ao alargamento dos prazos dos empréstimos, essa também pode ser uma opção para investimentos. E, se a empresa tiver um giro mais longo, o mercado de capitais pode ser a saída<sup>70</sup>.” Assim, o descolamento do volume de capital de giro em relação às outras operações, verificado a partir de 2004, é um fator importante a ser observado. A tabela abaixo apresenta a extensão dos prazos de pagamento, inclusive para o próprio capital de giro, de 2000 até 2006, considerando o prazo médio em dias de cada operação.

<sup>70</sup> RIBEIRO, A. Grandes empresas voltam a tomar empréstimos nos bancos. Valor Econômico, São Paulo, 26 jul. 2007. Caderno Finanças.

**Tabela 7 – Prazo Médio em Dias das Operações de Crédito por Operação**

<b>Data</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
Hot money	15	12	12	10	12	13	12
Desconto de Duplicatas	39	36	37	31	32	32	32
Desconto de Promissórias	33	32	32	34	35	35	38
Capital de Giro	185	225	253	233	289	307	350
Conta granted	26	24	23	23	23	22	22
Financiamento Imobiliário	480	618	986	926	985	1003	1084
Aquisição de Bens	303	312	279	257	274	278	280
Vendor	76	75	73	77	77	77	90
ACC	124	127	117	110	102	97	105
Export notes	358	323	288	231	230	201	241
Repasses Externos	400	350	278	292	351	376	333
Outras Operações*	323	144	93	113	112	135	160
Financiamento Import.	306	393	349	455	507	596	668
Total Pessoa Jurídica	206	202	181	172	188	200	222

Fonte: FEBRABAN

Os prazos das operações de capital de giro, em 2006, foram de 350 dias, ou quase um ano. É um valor superior aos 185 dias médios verificados em 2000. Essa é uma das poucas operações que tiveram o seu prazo médio de pagamento dos empréstimos aumentado. As outras foram os financiamentos imobiliários, de 480 dias em 2000 para 1084 dias em 2006, e o financiamento de importações, de 306 dias em 2000 para 668 dias em 2006. Entretanto, considerando os volumes de concessão de crédito, conclui-se que apenas a operação de capital de giro foi caracterizada pelo maior volume de crédito concedido, com o aumento dos prazos de pagamento.

No entanto, considerando as operações de capital de giro como variável endógena e as OPI como variáveis exógenas, ainda assim não se faz essa relação satisfatória, considerando uma análise de regressão linear, por exemplo.

### 5.1.3 Risco de Crédito

Em relação ao nível de risco, havia a pressuposição de que somente grandes empresas teriam acesso ao mercado de capitais. Somente empresas com grande estrutura teriam condições de acesso ao mercado devido aos custos de escala de operação no mercado de capitais. Primeiramente, para efetuar a emissão de títulos ao mercado, as empresas precisam adequar os seus tipos societários em sociedades anônimas, o que, por si só, já representa maiores gastos devido à diferenciação na publicação de balanços contábeis e divulgação de informações relevantes, por exemplo. Em segundo, as operações de emissão de títulos privados podem ter custo alto devido à complexidade das operações, que envolve honorários para empresas especializadas e também exigência de documentação. Assim, o custo da operação pode torná-la inviável.

Por conseguinte, como somente as grandes empresas têm acesso ao mercado de capitais, pressupunha-se que essas detêm maiores ativos e maior capacidade de solvência. Os próprios bancos, na concessão de crédito, as classificam em níveis mais altos de capacidade de pagamento de dívidas. Assim, poderia haver uma relação negativa entre o crédito concedido às empresas com baixo risco e as emissões públicas iniciais. A relação excludente se justificaria através da desnecessidade de financiamento bancário pelas empresas solventes, pois estariam recorrendo aos mercados de capitais para o financiamento de suas atividades.<sup>71</sup> Entretanto, nas análises de regressão efetuadas, nenhuma corroborou as hipóteses levantadas. Pelo contrário, ao longo do tempo, a concessão de crédito aos segmentos adimplentes teve crescimento significativo, enquanto o crédito àquelas empresas que não honram suas dívidas apresentou tendência contrária.

A demonstração da evolução do crédito por classificação de risco será abordada com detalhes adiante, efetuando-se a comparação relativa do crescimento do crédito por nível de risco.

---

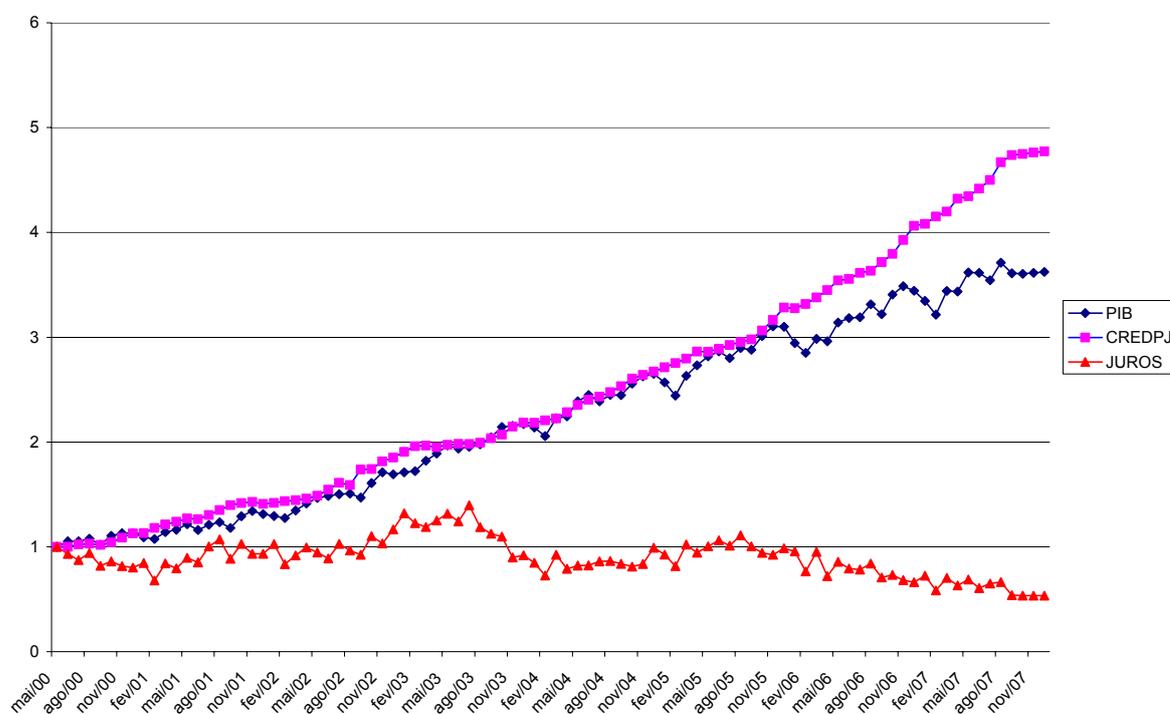
<sup>71</sup> As boas empresas poderiam recorrer menos ao mercado de crédito bancário devido ao problema da seleção adversa, ou os bancos poderiam emprestar menos as boas empresas devido a este mesmo problema. “A seleção adversa nos mercados financeiros ocorre quando os tomadores potenciais, que são os mais prováveis de produzir um resultado indesejável (adverso) – os maus riscos de crédito – são aqueles que mais ativamente buscam um empréstimo e, portanto são os mais prováveis de serem selecionados. Como a seleção adversa torna mais provável que os empréstimos sejam feitos a maus riscos de crédito, os emprestadores podem decidir não conceder nenhum empréstimo mesmo que haja bons riscos de crédito no mercado.” (MISHKIN, F.S. Moeda, Bancos e Mercados Financeiros. Tradução de Christina Pinto Ferreira Studart. Revisão Técnica de Rogério Studart. 5 ed. Rio de Janeiro: LTC, 2000. p. 23.)

## 5.2 Determinantes do Crédito Bancário

### 5.2.1 Variáveis Quantitativas

O crédito bancário está positivamente correlacionado ao crescimento econômico, e negativamente correlacionado às taxas de juros. O gráfico abaixo apresenta um índice de variação de três variáveis, PIB, crédito às empresas e juros, mensalmente, de maio de 2000 até dezembro de 2007.

Gráfico 9 – Variação em Índice das Variáveis



Fonte: Elaboração Própria - BCB

Ambas as variáveis, crédito às empresas e crescimento do PIB, apresentam os mesmos índices de crescimento de maio de 2000 até dezembro de 2005. Em relação aos juros, este tem decréscimo do seu índice a partir de agosto de 2003. Entre o início da queda do índice de juros e o pequeno descolamento do índice de crédito em relação ao PIB, passaram-se cerca de 30 meses, conforme pode ser observado.

**Tabela 8 – Análise de Correlação entre variáveis**

	CREDEMP	PIB	JUOSN
CREDEMP	1.000000	0.979664	-0.656696
PIB	0.979664	1.000000	-0.672718
JUOSN	-0.656696	-0.672718	1.000000

Fonte: Elaboração Própria com o uso do E-Views 4.0

Na mesma série de dados mensais, de maio de 2000 até dezembro de 2007, podemos ver os índices de correlação entre essas variáveis, que indica forte correlação positiva do crescimento do PIB com o crescimento do crédito às empresas. Da mesma forma, também há uma correlação negativa entre crédito às empresas e níveis de juros.

Nos três tópicos a seguir, discute-se acerca de cada uma dessas variáveis, importantes para a explicação do crédito bancário, onde se incluem, além do crescimento econômico e das taxas de juros, uma terceira, que são as captações externas, conforme especificado:

- O crescimento do PIB - é um dos fatores mais importantes na determinação no crescimento do volume do crédito. Quando a riqueza aumenta, também evolui a quantidade de recursos disponíveis, que são novamente canalizados para investimentos. Além disso, o crescimento da economia tem influência nas expectativas dos agentes econômicos. Os intermediadores de recursos aumentam a concessão de crédito quando há crescimento, pois as chances de reaver seus empréstimos são maiores do que em momentos recessivos. Por fim, o acesso aos recursos acaba criando um ciclo virtuoso, onde mais empresas têm acesso às fontes de recursos em maior quantidade, contribuindo assim para o crescimento da economia.
- Taxas de Juros - a fonte de lucros dos intermediadores financeiros e bancos, em geral, é emprestar recursos aos agentes econômicos, públicos ou privados. O governo brasileiro, historicamente, sempre foi um grande tomador de recursos dos poupadores da economia brasileira<sup>72</sup>, em detrimento dos tomadores privados, e um dos mecanismos básicos de ajuste das transferências monetárias é a taxa de juros<sup>73</sup>. O movimento de distensão monetária iniciado em setembro de 2005, em que o BCB passou a reduzir a taxa de juros, reflete uma mudança na remuneração dos títulos

<sup>72</sup> “Em 2006 a arrecadação de impostos no Brasil, atingiu 34% do PIB, as outras receitas do governo (dividendos, aluguéis e outras) a pelo menos 5% e o déficit nominal foi igual a 3%. Logo, os gastos totais, inclusive juros, foram no mínimo de 42% do PIB”. (HADDAD, C. Argumentação equivocada. Valor Econômico, São Paulo, 1 nov. 2007. Caderno Brasil)

<sup>73</sup> Entretanto, deve-se notar outros instrumentos de política monetária, como o próprio depósito compulsório, bastante alto no Brasil. Nos depósitos à vista, 53% são para o compulsório, 25% para o crédito rural e 2% para o microcrédito. Restam apenas 20% de crédito livre. (VIEIRA, C. Empréstimos vão superar metade do PIB. Valor Econômico, São Paulo, 22 mai. 2007. Caderno Finanças)

públicos. Entretanto este movimento está mais ligado ao crescimento econômico mundial, e também o crescente aumento da liquidez internacional, do que pelo ajuste fiscal interno. Ainda assim, concluí-se que a deflagração de um ambiente com menores taxas de juros transfigura-se em um cenário positivo para a concessão de crédito, pois torna mais barato o custo do dinheiro para as empresas.

- Captações Externas - a participação dos capitais internacionais não pode deixar de ser considerada quando se fala em aumento de crédito às empresas. As empresas brasileiras e o próprio governo com frequência recorrem à emissão de títulos no exterior, captando recursos para as suas operações. A grande dificuldade em estabelecer essa relação é quanto à destinação dos recursos captados internacionalmente. Embora as empresas, de modo geral, recorram ao capital internacional, com a emissão de títulos no estrangeiro, e recentemente títulos também denominados em reais<sup>74</sup>, não é possível distinguir a finalidade da destinação dos recursos. Se os captadores forem bancos e instituições financeiras, estes recursos poderiam ter uma correlação positiva com o crédito às empresas no mercado interno, pois aumentariam o *funding* dos bancos. Entretanto, se as captadoras forem empresas não-financeiras, estes recursos poderiam ter uma correlação negativa com o crédito bancário para as empresas, pois estas deixariam de tomar os créditos internamente.

---

<sup>74</sup> “Quem mais vinha captando em reais no exterior era o governo brasileiro e os bancos. Os bancos brasileiros escapavam do IR, pois não ingressavam com esses recursos na forma de eurobônus no país. As instituições estrangeiras captavam por meio das agências fora do Brasil e deixavam o dinheiro por lá.” A primeira “empresa brasileira não-financeira que inaugurou o mercado de títulos em reais no exterior foi a Eletropaulo, ainda em julho de 2005. [...] Em 2006 nenhuma empresa captou devido aos juros altos.” Entretanto em 2007 os títulos emitidos em reais no exterior por empresas não-financeiras voltaram a subir. (LUCCHESI, C.P. Empresas emitem em reais no exterior. Valor Econômico, São Paulo, 17 jul. 2007. Caderno Finanças)

## 5.2.2 Variáveis Qualitativas

Dentre as variáveis qualitativas para a determinação do crédito bancário, citam-se três: a reestruturação do sistema de risco de crédito, a instituição da lei de falências e uma terceira, de menor importância, denominada financiamento dentro das cadeias produtivas. As três foram destacadas e detalhadas a seguir.

### Reestruturação do Sistema de Risco de Crédito

Até fevereiro de 2000, os procedimentos para classificação das operações de crédito do SFN eram estabelecidos pela Resolução 1.748/90 do BCB, e baseados exclusivamente no prazo de inadimplência, desconsiderando o risco potencial do tomador de recursos<sup>75</sup>. Desde março de 2000, com a implantação da Resolução 2.682 do BCB, a classificação dos créditos passou a contemplar nove níveis em ordem crescente de risco: AA, A, B, C, D, E, F, G e H, segregados por segmento de atividade econômica e respectivas provisões. Dessa forma, além do critério de inadimplência, a instituição financeira passou a considerar em relação ao devedor, dentre outros fatores, a situação econômico-financeira, o grau de endividamento, o setor de atividade econômica, o limite de crédito, a natureza da operação creditícia, a natureza das garantias e o montante do crédito. Este novo sistema pode ser verificado na tabela abaixo.

**Tabela 9 – Nova Classificação de Riscos de Crédito**

Níveis de Crédito	Ranking	Provisão para devedores duvidosos <sup>76</sup>
I	AA	0%
II	A	0,5%
III	B	1%
IV	C	3%
V	D	10%
VI	E	30%
VII	F	50%
VIII	G	70%
IX	H	100%

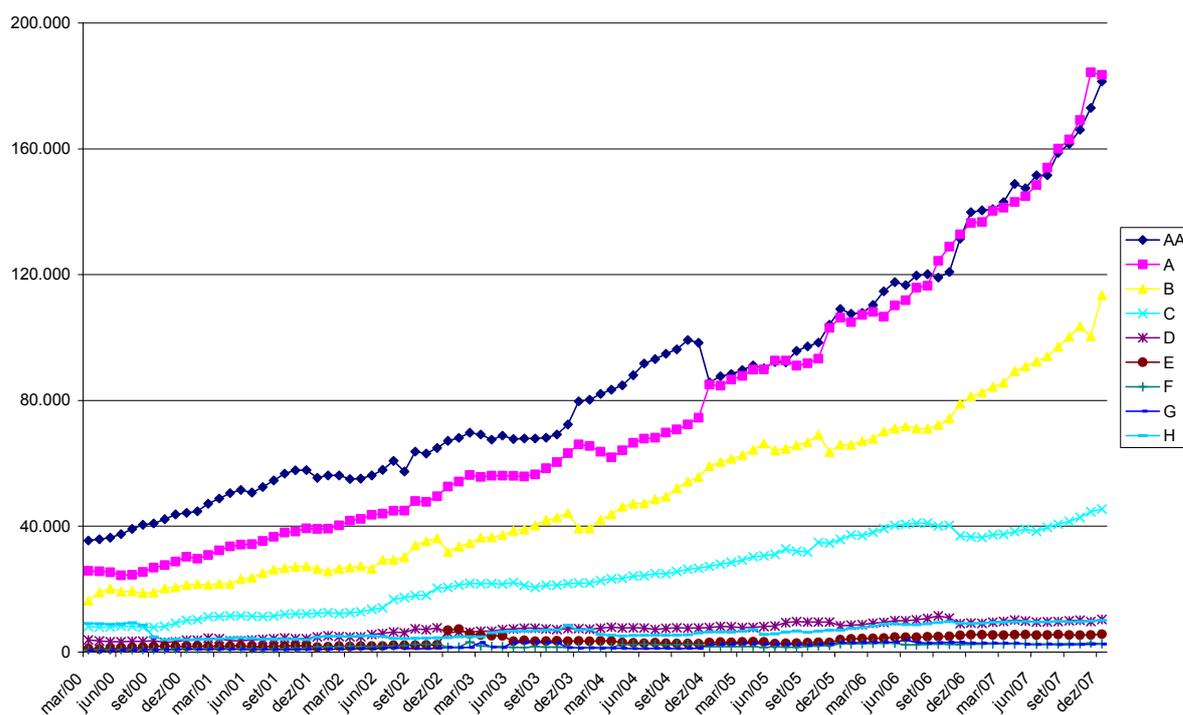
Fonte: RIBEIRO, E. O Mercado de Crédito. (In: GALVÃO, A. et al. Mercado Financeiro: uma abordagem prática dos principais produtos e serviços. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006, p.138)

<sup>75</sup> Havia apenas três tipos de classificação: normal (contratos com parcelas vencidas até 60 dias); em atraso (contratos com parcelas em atraso entre 61 e 180 dias); e em liquidação (contratos com parcelas em atraso acima de 180 dias).

<sup>76</sup> O percentual incide sobre o valor das operações em relação a sua classificação e as provisões devem ser constituídas mensalmente e não podem ter valor inferior ao somatório decorrente da aplicação dos percentuais mencionados.

As novas normas foram essenciais para o desenvolvimento do mercado de crédito no Brasil, pois as instituições financeiras passaram a se adaptar a uma nova realidade, que as auxiliaram na busca de modelos mais adequados de avaliação de risco de crédito. E a consequência foi o aumento do crédito aos agentes com menor risco de inadimplência. O gráfico abaixo mostra a evolução do crédito de acordo com o nível de risco.

**Gráfico 10 - Crédito Livre por Classificação de Risco**



Fonte: BCB – dados em valores reais deflacionados pelo IPCA

Mostra-se claramente que os volumes mensais de créditos de risco AA, A, B e C apresentam aumento ao longo do tempo. Os dados utilizados no gráfico consideram créditos com recursos livres ao setor privado, excluindo crédito às pessoas físicas e habitacional. Esses valores se referem ao crédito ao comércio, indústria, rural e serviços. Concluí-se, portanto, que, ao longo do tempo, as empresas com maior capacidade de pagamento têm aumentado a sua fatia na carteira de crédito das instituições financeiras, enquanto as empresas de maior risco de inadimplência vêm diminuindo a sua participação relativa no crédito.

## Lei de Falências

Em 2003, o Congresso Nacional aprovou a nova lei de falências, na qual as instituições financeiras ganharam preferência sobre o fisco no pagamento aos credores. A lei anterior, de 1945, colocava os créditos tributários em situação preferencial da lista de credores das empresas, perdendo então, apenas para os créditos de natureza trabalhista.

Assim, os créditos com garantias reais dados pelas empresas aos bancos, ou seja, ativos a serem vendidos em caso de falência da empresa, podem ser vendidos e a receita dessas vendas servirá para pagar antes os créditos bancários, e somente depois as dívidas com impostos. A nova lei mantém os funcionários com salários e direitos atrasados como credores preferenciais no caso de falência.

O Boletim Focus<sup>77</sup> do BCB, diz que a nova situação melhora a situação dos bancos devido às reduções dos riscos de crédito e risco legal. O que impactaria na redução dos spreads, o que, por conseguinte, teria impacto sobre a concessão de crédito às empresas.

## Financiamento Dentro das Cadeias Produtivas

Um novo modelo de negócios para a concessão de crédito tem tomado importância na concessão de crédito, principalmente para as pequenas e médias empresas. “Os Bancos começaram a aproveitar o relacionamento com grandes clientes para fechar parcerias exclusivas e oferecer linhas de financiamento para os fornecedores dentro da cadeia produtiva dessas empresas”<sup>78</sup>. Esse sistema resolve dois grandes problemas para os bancos. Primeiramente, substitui a receita com crédito das grandes empresas pela prestação de serviços, já que cada vez mais as grandes empresas recorrem ao mercado de capitais para financiar as suas atividades. O segundo refere-se à segurança do risco de crédito, que, embora seja concedido às pequenas e médias empresas, são referenciados pelas grandes empresas, muitas delas com grau de investimento. “O risco para o banco é da grande empresa, já que ela é quem deve arcar com o pagamento do título. Assim, a taxa para a média empresa cai consideravelmente.”<sup>79</sup>

Do lado da grande empresa, a vantagem é a liberação do capital que seria gasto com seus parceiros para novos investimentos, sem a preocupação com a administração dos

---

<sup>77</sup> Boletim Focus – Banco Central do Brasil. Nova Lei de Falências. 20/10/2003. <http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM>. Acesso em 16 nov. 2006

<sup>78</sup> TRAVAGLINI, F. Bancos ampliam financiamento dentro das cadeias produtivas. Valor Econômico, São Paulo, 21 mai. 2007. Caderno Finanças.

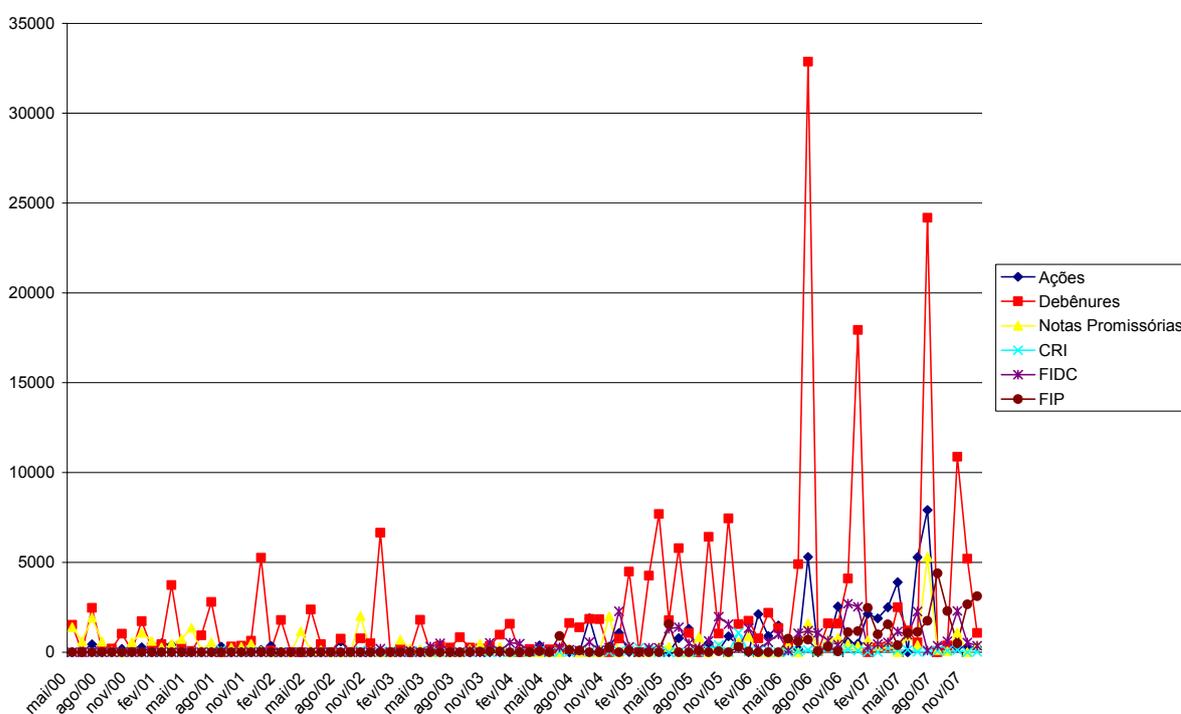
<sup>79</sup> Ibidem.

recursos. A aproximação das grandes empresas com as pequenas, dentro da mesma cadeia produtiva, é positiva ainda pelo fato de existir a indicação da melhor modalidade de empréstimo para as pequenas e médias empresas, melhorando o fluxo de capital e a administração financeira dessas firmas.

### 5.3 Determinantes das Ofertas Públicas Iniciais

O processo de consolidação e amadurecimento dos mercados de capitais nos últimos anos no Brasil é inédito na história econômica do país. De forma crescente, os agentes econômicos vêm utilizando esse mercado para a transferência de recursos de poupadores para investidores. O gráfico abaixo representa os principais tipos de OPIs emitidos mensalmente, considerados em volumes mensais em milhões de reais.

**Gráfico 11 – Principais Tipos de Ofertas Públicas Iniciais**



Fonte: BCB e CVM – dados em valores reais deflacionados pelo IPCA

Conforme o gráfico, a emissão de debêntures é a grande responsável pelo aumento do volume emitido nos últimos anos, embora os meios de comunicação tenham dado maior destaque às ofertas públicas iniciais de ações. Considerados em valores nominais (sem considerar a inflação), vê-se a mesma distribuição das OPIs na tabela abaixo, em milhões de reais, em volumes anuais.

**Tabela 10 - Volume Anual de Ofertas Públicas Iniciais**

Data	Ações	Debêntures	Notas Promissórias	CRI	FIDC	FIP
1995	1.935,25	6.883,37	1.116,68	0,00	0,00	0,00
1996	9.171,90	8.395,47	499,35	0,00	0,00	0,00
1997	3.965,21	7.517,77	5.147,01	0,00	0,00	0,00
1998	4.112,10	9.657,34	12.903,49	0,00	0,00	0,00
1999	2.749,45	6.676,38	8.044,00	12,90	0,00	0,00
2000	1.410,17	8.748,00	7.590,70	171,67	0,00	0,00
2001	1.353,30	15.162,14	5.266,24	222,80	0,00	0,00
2002	1.050,44	14.635,60	3.875,92	142,18	200,00	0,00
2003	230,00	5.282,40	2.127,83	287,60	1.540,00	127,17
2004	4.469,90	9.614,45	2.241,25	403,08	5.134,65	1423,00
2005	4.364,53	41.538,85	2.631,55	2.102,32	8.579,13	2120,00
2006	14.223,02	69.464,08	5.278,50	1.071,44	12.777,40	4775,54
2007	33.135,83	46.533,78	9.725,50	868,30	9961,50	22.263,93
<b>Total:</b>	<b>82.171,10</b>	<b>250.109,63</b>	<b>66.448,02</b>	<b>5.282,29</b>	<b>38.192,68</b>	<b>30.709,64</b>

Fonte: CVM e BCB – dados em valores nominais

A emissão de debêntures tem como objetivo a capitalização das empresas, podendo ser utilizadas para fins diversos. A tabela abaixo apresenta o volume total de recursos classificados quanto à destinação dos recursos, registrado no Sistema Nacional de Debêntures, SND, ligado à Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro, Andima.

**Tabela 11 – Destinação dos Recursos Arrecadados com Debêntures**

Destinação de Recursos	Volume Registrado em US\$ (milhões)	Percentual
Capital de Giro	51.430,88	36,75
Alongamento do Perfil de Endividamento	24.228,16	17,31
Aquisição de Bens para Arrendamento	18.446,25	13,18
Investimento ou Aquisição de Participações Societárias	17.350,99	12,4
Investimento em Imobilizado	7.895,68	5,64
Redução de Passivo	7.592,87	5,43
Recompra ou Resgate de Debêntures de Emissão Anterior	3.004,90	2,15
Outras Destinações	2.511,68	1,79
Implantação de Projeto	2.133,91	1,52
Cobertura de Custos Iniciais das Operações	2.051,00	1,47
Aquisição de Recebíveis	1.421,25	1,02
Reestruturação, Modernização e Recuperação Empresarial	1.027,21	0,73
Investimento em Infra-Estrutura	530,15	0,38
Concessão de Mútuo	325,13	0,23
<b>Total:</b>	<b>139.950,06</b>	

Fonte: SND – dados em valores nominais

Além disso, a tabela abaixo apresenta a destinação dos recursos obtidos com a emissão de debêntures quanto ao ramo de atividade.

**Tabela 12 – Ramo de Atividade das Empresas Emissoras de Debêntures**

Ramo de Atividade	Volume Registrado em US\$ (milhões)	Percentual
Arrendamento Mercantil	66.060,34	47,2
Emp. Adm. Participações	24.455,30	17,47
Energia Elétrica	14.612,26	10,44
Telecomunicações	5.324,27	3,8
Extração Mineral	4.291,26	3,07
Metalurgia e Siderurgia	3.815,78	2,73
Papel e Celulose	3.007,64	2,15
Comércio (Atacado e Varejo)	2.636,99	1,88
Serviços de Transporte e Logística	2.059,96	1,47
Petroquímicos e Borracha	2.025,79	1,45
Saneamento e Serviços de Água e Gás	1.987,67	1,42
Petróleo e Gás	1.901,51	1,36
Constr. Civil, Mat.Constr. e Decoração	1.864,64	1,33
Securitização de Recebíveis	1.630,29	1,16
Máquinas, Equipam., Veículos e Peças	1.342,85	0,96
Outros Setores <sup>80</sup>	2.933,50	2,08
<b>Total:</b>	<b>139.950,06</b>	

Fonte: SND – dados em valores nominais

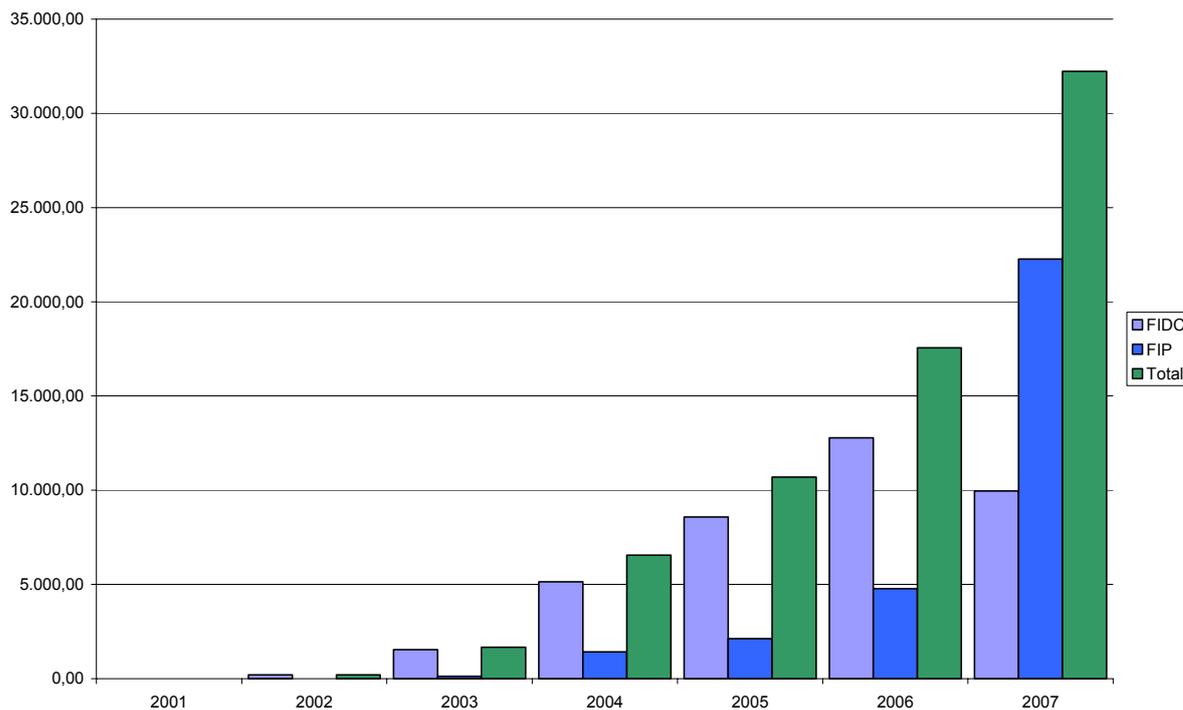
Em relação ao mercado acionário, este vem crescendo de forma considerável, no qual vem observando-se nos últimos anos um movimento de abertura de capital das empresas brasileiras inédito na história econômica do país. Os ramos de atividade ligados a setores como saúde, energia, portos, alimentos e construção civil, representam os principais tipos de atividades que vêm abrindo seus capitais na bolsa de valores como forma de captação de recursos nos últimos anos. Considerando-se a grande quantidade de empresas brasileiras que ainda possui capital fechado ou estrutura administrativa familiar e pouco focada em competição e desafios globais, devem-se destacar as oportunidades e o potencial de crescimento futuro deste mercado.

Por fim, em relação aos outros fundos de investimento, tais quais os FIDC e os FIPs, esses apresentam potencial de grande crescimento, devido a sua regulamentação ser ainda recente, embora já apresentando volumes de captação consideráveis. O gráfico abaixo,

<sup>80</sup> Têxtil e Vestuário; Alimentos; Comércio Exterior; Agricultura (Açúcar, Alcool e Cana); Gráficas e Editoras; Serviços Médicos; Hospedagem e Turismo; Serviços Diversos; Intermediação Financeira; Bebidas e Fumo; Serviços Administrativos Diversos; Importadora e Exportadora; Factoring; Serviços em Geral; Fabricação de Bens de Consumo Duráveis; Seguradoras e Corretoras de Crédito Imobiliário; Crédito; Imobiliário; e Reflorestamento

denominado em milhões de reais e com volumes anuais, mostra os registros dos FIDCs e FIPs, nominalmente (sem considerar a inflação).

**Gráfico 12 – Volume Anual das Emissões de FIP e FIDC**



Fonte: CVM – dados em valores nominais

Ambos os fundos de investimento, regulamentados há apenas alguns anos pela CVM, apresentaram emissões de apenas 200 milhões de reais em 2002, para mais de 30 bilhões de reais em 2007, o que representou quase 30% das OPIs<sup>81</sup> realizadas no ano passado (2007), ou 122,48 bilhões de reais.

<sup>81</sup> Considera-se apenas ações, debêntures, notas promissórias, CRI, FIDC e FIP.

### 5.3.1 Variáveis Quantitativas

Na elaboração de uma regressão linear, tendo como OPI a variável dependente, após a realização de testes com inúmeras variáveis econômicas, inclusive com efeitos defasados, tem-se os seguintes resultados apresentados na tabela abaixo.

**Tabela 13 – Regressão com OPI como Variável Dependente**

Variável Dependente: OPI				
Método: Mínimos Quadrados Ordinários				
Data: 03/03/08 Tempo: 01:58				
Amostra: 2000:05 2007:11				
Observações incluídas: 91				
Variável	Coefficiente	Erro Std.	Estatística-t	Prob.
IECL	0.231372	0.127947	1.808340	0.0740
PIB	0.056426	0.011986	4.707685	0.0000
C	-3992.433	1607.421	-2.483750	0.0149
R-squared	0.285777	Mean dependent var	3588.672	
Adjusted R-squared	0.269545	S.D. dependent var	6317.930	
S.E. of regression	5399.725	Akaike info criterion	20.05850	
Sum squared resid	2.57E+09	Schwarz criterion	20.14127	
Log likelihood	-909.6615	F-statistic	17.60541	
Durbin-Watson stat	2.072878	Prob(F-statistic)	0.000000	

Fonte: Elaboração própria com o uso do E-Views 4.0

No modelo, se está testando os coeficientes com um nível de significância igual a 10%. Na variável IECL tem-se uma estatística-t de 1,81 com valor-p (ou nível de significância marginal) em 7,40%. E na variável PIB tem-se uma estatística-t de 4,71 com valor-p igual a 0,00%. Os valores-p determinam uma evidência para rejeitar a hipótese nula de um coeficiente igual a zero para todos os coeficientes to modelo.

Em relação à estatística F, o valor-p para o teste de hipótese que considera todos os coeficientes do modelo (excluindo a variável constante, ou intercepto) igual a zero, é de 0,00%. Nesse caso, como o nível de significância que se está trabalhando é igual a 10%, então se rejeita a hipótese nula que todos os coeficientes da regressão são iguais a zero.

O  $R^2$  de 28,58% mostra que as variáveis independentes da regressão explicam 28,58%, através do seu valor de  $R^2$ , das mudanças na variável OPI.

A interpretação do coeficiente calculado para variáveis é que o incremento de uma unidade no IECL gera um acréscimo de 0,2314 nas OPIs, e que o incremento de uma unidade do PIB, gera um acréscimo de 0,0564 nas OPIs. Desta forma, vê-se a importância dos investimentos estrangeiros em carteira – IEC, como variável explicativa do aumento das OPIs.

No teste de autocorrelação, tem-se um valor de Durbin-Watson de 2,07, excluindo-se a hipótese de autocorrelação para esta regressão linear. Além disso, através do teste de correlação serial LM, a hipótese nula do teste é a de que não há correlação serial nos resíduos do modelo. Por conseguinte, o valor-p da estatística-F para correlação serial até a segunda ordem é de 12,26%. Assim, para um nível de significância de 10%, se aceita a hipótese nula. Desta forma, não há autocorrelação nos resíduos para a ordem 2.

**Tabela 14 - Teste de Correlação Serial LM de Breusch-Godfrey**

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	2.150440	Probability	0.122653
Obs*R-squared	4.334178	Probability	0.114510

Fonte: Elaboração própria com o uso do E-Views 4.0

Quanto à presença de heteroscedasticidade, esta também é refutada através da realização com o teste de White, conforme pode ser visto abaixo, o teste-t da estatística-F para o teste de White apresenta significância de 8,88%, abaixo de 10%, o que leva a uma rejeição da hipótese nula.

**Tabela 15 – Teste de Heteroscedasticidade de White sem Dados Cruzados**

Teste de Heteroscedasticidade de White:

Estatística-F	2.091685	Probabilidade	0.088835
Obs*R-quadrado	8.068240	Probabilidade	0.089110

Equação Teste:

Variável Dependente: RESID^2

Método: Mínimos Quadrados Ordinários

Data: 03/03/08 Tempo: 02:05

Amostra: 2000:05 2007:11

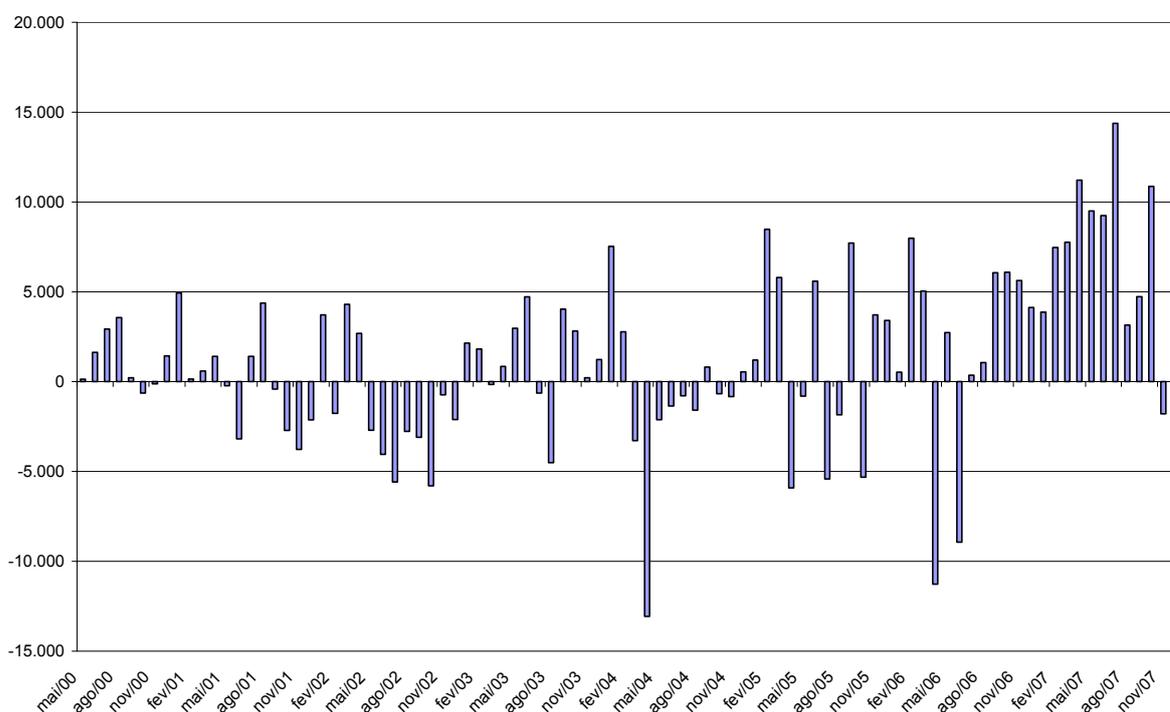
Observações incluídas: 91

Variável	Coefficiente	Erro Std.	Estatística-t	Prob.
C	23149927	1.13E+08	0.205760	0.8375
IECL	2195.739	3371.851	0.651197	0.5167
IECL^2	0.559074	0.425808	1.312971	0.1927
PIB	-665.5276	1880.981	-0.353819	0.7243
PIB^2	0.003910	0.007128	0.548497	0.5848
R-squared	0.088662	Mean dependent var	28195813	
Adjusted R-squared	0.046274	S.D. dependent var	1.38E+08	
S.E. of regression	1.35E+08	Akaike info criterion	40.32958	
Sum squared resid	1.56E+18	Schwarz criterion	40.46754	
Log likelihood	-1829.996	F-statistic	2.091685	
Durbin-Watson stat	2.112104	Prob(F-statistic)	0.088835	

Fonte: Elaboração própria com o uso do E-Views 4.0

Conforme visto, os investimentos estrangeiros em carteira são uma variável de com maior grande coeficiente de influência nas OPIs, mostrando a evidência da importância do capital externo nas emissões públicas iniciais realizadas no Brasil nos últimos anos. O gráfico abaixo mostra o volume mensal de ingresso de investimento estrangeiro em carteira líquido, em reais. Neste caso, a conversão para moeda nacional foi efetuada utilizando-se o câmbio médio de cada mês, conforme pode ser observado a seguir.

**Gráfico 13 - Volume Mensal de IEC Líquido em Reais.**

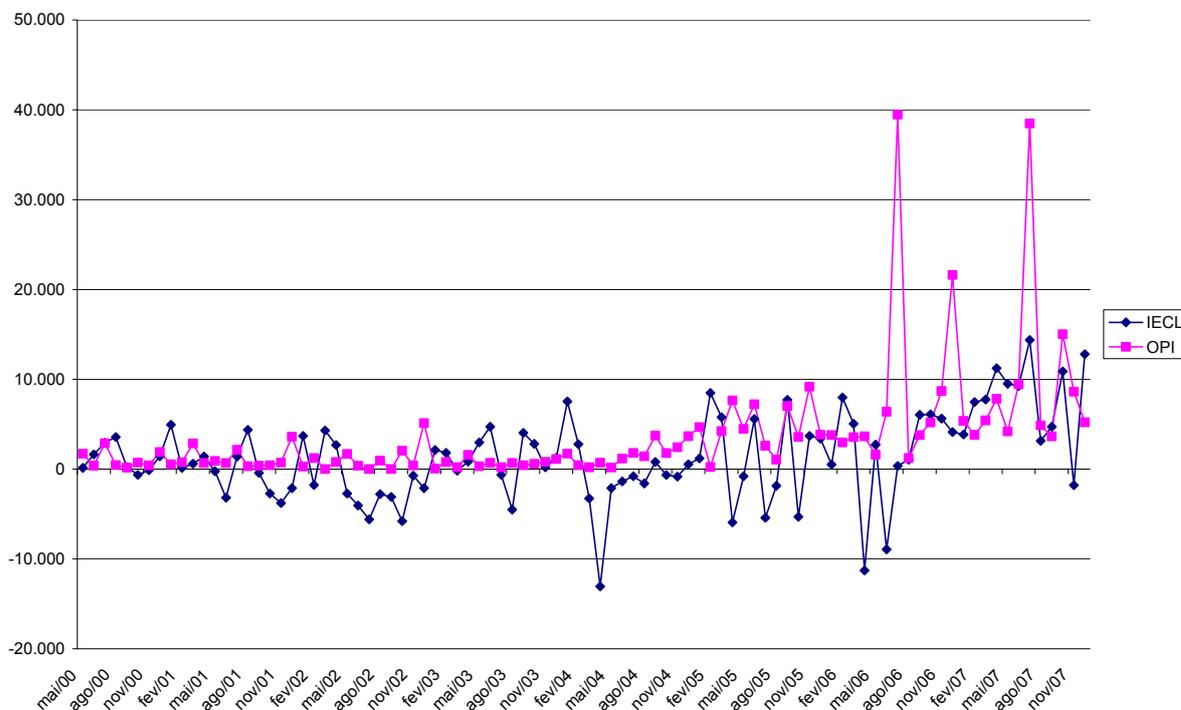


Fonte: BCB— dados em valores reais deflacionados pelo IPCA

De acordo com o gráfico, o ingresso de recursos estrangeiros vem apresentando volumes crescentes, principalmente a partir de 2006. Anteriormente a este ano, esses ingressos mantinham-se bastante voláteis, com saldos líquidos positivos e negativos, como pode ser observado. O dado utilizado acima é classificado pelo BCB como investimentos estrangeiros em carteira (valores líquidos), e refere-se à aplicações estrangeiras em títulos brasileiros, na forma de ações (renda variável) ou títulos de renda fixa (curto e longo prazos), negociados no país ou no exterior.

Quando comparados às OPIs, de acordo com o gráfico abaixo, tem-se uma visão entre essas, em volumes mensais, e os próprios investimentos estrangeiros em carteira, também em volumes mensais.

**Gráfico 14 – Comparação Entre IEC e OPI em Volumes Mensais em Reais**



Fonte: BCB – dados em valores reais deflacionados pelo IPCA

Considerando-se apenas as ofertas públicas primárias de ações, ou seja, a abertura de capital das empresas, é possível observar a tabela abaixo, que mostra a participação dos estrangeiros nas emissões públicas nos últimos anos (em valores nominais), em milhões de reais, de acordo com dados da Bovespa.

**Tabela 16 – Participação do Capital Externo nas Emissões Públicas de Ações<sup>82</sup>**

	Volume Total de Distribuição	Volume da Oferta Brasileira	Volume Estrangeiro na Oferta Brasileira		Volume Estrangeiro na Oferta Total	
	(R\$ milhões)	(R\$ milhões)	(R\$ milhões)	Part (%)	(R\$ milhões)	Part(%)
<b>2005</b>	16.222,07	13.398,73	6.941,36	51,81	9.764,70	60,19
<b>2006</b>	28.501,51	27.342,03	17.952,26	65,66	19.111,73	67,06
<b>2007</b>	65.534,32	62.716,54	46.619,35	74,30	39.266,60	75,40

Fonte: Bovespa - dados em valores nominais.

Como pode ser observado, a participação dos investidores estrangeiros no processo recente de abertura de capital das empresas brasileiras é crescente, passando de 60,19% em 2005, para 67,06% em 2006, indo para até 75,40% da participação na oferta total em 2007.

Segundo Camba (2006), os investidores estrangeiros passaram a perceber no Brasil um país com grande potencial de crescimento, mas não somente em setores ligados as commodities. Esse investidor passa a investir também em setores ligados diretamente ao crescimento da economia, tais como a construção civil, o consumo e a infra-estrutura<sup>83</sup>.

### 5.3.2 Variáveis Qualitativas

As variáveis qualitativas têm grande importância na explicação das crescentes ofertas públicas iniciais - OPI. Este capítulo foi constituído através da compreensão dos pontos considerados importantes para estas emissões, e classificadas em quatro aspectos: a instituição de um marco regulatório favorável, o papel da CVM, o desenvolvimento do mercado secundário e a estabilidade política e econômica.

#### Marco Regulatório

Neste item, compreendem-se os aspectos legais instituídos nos últimos anos, que ampliaram e facilitaram o crescente volume das OPIs registradas na CVM pelas empresas brasileiras. As mudanças, embora aparentemente pequenas, vem a constituir uma enorme mudança legal, incentivando e aprimorando a regulação do mercado de capitais.

<sup>82</sup> Considera emissões públicas de ações primárias e secundárias

<sup>83</sup> CAMBA, D. Capital externo dá o tom na Bovespa. Valor Econômico, São Paulo, 07 dez. 2006. Caderno de investimentos.

Segundo Romero (2007), uma série de medidas foram implantadas ao longo dos últimos anos, iniciadas no governo FHC e continuadas pelo governo Lula, dentre as quais se podem citar<sup>84</sup>:

- O aperfeiçoamento da Lei das S/As em relação ao aspecto de maior transparência através de governança corporativa nas companhias abertas.
- A criação da conta investimento, que isenta a CPMF do investidor que deseja realocar investimentos e transferir recursos entre essa conta.
- A redução de 20% para 15%, a alíquota do Imposto de Renda incidente sobre ganhos líquidos de renda variável. Além disso, o governo baixou a zero a alíquota da CPMF incidente sobre a aquisição de novas ações subscritas em ofertas públicas.
- A ampliação da base de cálculo que isenta da incidência de IR as operações de venda de ações realizadas no mês, de R\$ 4.143,50 para R\$ 20 mil, equiparando o mercado de ações ao restante das aplicações com ganhos de capital.
- A isenção da incidência de IR sobre rendimentos pagos, creditados, entregues ou remetidos a beneficiários residentes ou domiciliados no exterior. Na MP 281, o governo decidiu dar isenção de IR sobre rendimentos distribuídos a cotistas de Fundos de Investimento Imobiliário negociados em bolsa e em mercado de balcão organizado.
- A isenção do IR para pessoas físicas na venda de ações em carteira para aquisição de novas ações em ofertas primárias. Trata-se da extensão dos benefícios hoje concedidos, de acordo com a MP do Bem, aos proprietários de imóveis.
- A emissão de ativos nos processos de reestruturação, o que facilita as aquisições e fusões de empresas e diminui o grau de risco nos investimentos diretos. Essa regulamentação foi prevista na nova Lei de Falências.

Além disso, cita-se a própria regulamentação, pela CVM, dos fundos de investimentos em participações (FIPs), os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs), os fundos de investimento imobiliários (FIIs) e os fundos de investimento em empresas emergentes (FMIEE), há apenas alguns anos. Especificamente em relação aos FIPs e aos FIDCs, esses alcançaram volumes já expressivos, conforme já demonstrado anteriormente. É importante mencionar que este tipo de fundo não era sequer constituído no Brasil no passado recente.

---

<sup>84</sup> ROMERO, C. A decolagem do mercado de capitais. Valor Econômico, São Paulo, 03 jan. 2007. Caderno Brasil.

## O Papel da CVM

No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM – é a autarquia federal responsável pelas áreas de regulação e fiscalização do mercado de capitais no Brasil. Ao longo dos anos o desenvolvimento desta instituição foi importante para a consolidação das regras e do próprio funcionamento do mercado financeiro<sup>85</sup>. A instituição aperfeiçoou a regulamentação e também vem julgando e aplicando sanções aos agentes<sup>86</sup>.

Além das práticas previstas na legislação, a CVM vem implantando de forma consistente a auto-regulação<sup>87</sup>, a transparência na divulgação de informações<sup>88</sup>, de orientação ao investidor, bem como por avançados acordos internacionais.

Sua eficiência é provada através de um processo de amplo diálogo com os agentes do mercado financeiro, balizando as tendências e técnicas desenvolvidas pelas instituições financeiras. E, por fim, a CVM e o seu colegiado vem se posicionando sobre diversas operações de mercado, o que não constitui sua responsabilidade legal explícita, mas bem mostra a credibilidade e importância que vem assumindo este órgão.

## O Mercado Secundário

O desenvolvimento do mercado secundário é outro fator importante para explicar o desenvolvimento das ofertas públicas. Nos títulos de renda variável, as práticas de governança corporativa foram incorporadas ao dia-a-dia das empresas, através do Novo Mercado, e dos níveis diferenciados de governança corporativa, nas quais as empresas

[...] ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias, bem como a dispersão acionária e, ao determinar a resolução dos conflitos societários por meio de uma Câmara de

---

<sup>85</sup> Conforme demonstrado anteriormente, através da regulamentação de novos fundos de investimento, que vem assumindo importância como os FIDCs e os FIPs.

<sup>86</sup> O ex-presidente da instituição, Marcelo Trindade, afirmou que, com a quantidade de processos julgados nos últimos anos, houve uma limpeza da pauta e com isso, a expectativa é a de que o tempo médio entre a ocorrência da irregularidade, a investigação, abertura do processo e julgamento fique em média, de dois anos e meio. "Isso é muito importante para o mercado, o ideal é que não passe muito tempo nesse processo, porque é preciso que fique a ideia de que houve a punição para a irregularidade", (VIEIRA, C. Ofertas públicas crescem 60% em 2006. Valor Econômico, São Paulo, 20 dez. 2006. Caderno Finanças)

<sup>87</sup> Auto-regulação é o princípio no qual os agentes de mercado se auto-regulam, com o objetivo de aumentar a eficiência da atividade regulatória, além de tornar mais abrangente o processo de regulação. Além de aumentar a eficiência, esse processo reduz custos, e aumenta a sensibilidade para a avaliação de normatização de procedimentos, pois uma entidade auto-reguladora está mais próxima às atividades do mercado. Além disso, ela aumenta a responsabilidade da comunidade quanto ao cumprimento das normas, já que são elaboradas e desenvolvidas por ela mesma, diminuindo a necessidade de intervenção do órgão regulador.

<sup>88</sup> No ano de 2006, foram expedidos 14.900 ofícios a agentes de mercado apontando falhas, movimentações atípicas ou informações descasadas. "Ao longo do ano, apontou também 162 casos de negociações suspeitas ou irregulares na Bolsa de Valores de São Paulo e BM&F." (CVM precisa zelar pela boa reputação conquistada. Valor Econômico, São Paulo, 04 set. 2006. Caderno Opinião.)

Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada.<sup>89</sup>

Essas práticas ampliam a receptividade dos investidores, melhorando a liquidez e a valorização dos papéis. Em grande parte das aberturas de capital realizadas nos últimos anos, as novas empresas já aderiram ao novo mercado, o que explica a receptividade à oferta pública desses papéis.

Em relação aos títulos de renda fixa, tais como as debêntures, ainda é necessário aprimorar os mercados secundários, para que fiquem mais atrativos aos investidores estrangeiros<sup>90</sup>, pois não há ainda padronização nessas emissões, o que dificulta o entendimento quando às condições e estrutura dos contratos<sup>91</sup>. Entretanto, ainda assim, os sistemas de liquidação e custódia desses títulos são bastante desenvolvidos, o que contribui para as emissões primárias desses títulos mobiliários.

### Estabilidade Política e Econômica

O Brasil, somente desde 2002, após a eleição presidencial, a despeito da estabilidade da moeda desde 1994, conseguiu instaurar no país um clima de normalidade política e democrática. É importante mencionar que o ano de 2003 foi um marco na democracia do país, sendo esta a primeira transição de governos democraticamente eleitos realizada no país. Este fator também é fundamental para a compreensão das OPIs. As empresas, com maior confiança quanto à estabilidade política tem maiores incentivos para aumentar investimentos, induzindo maior demanda por recursos financeiros. Além disso, com a estabilidade da moeda, esta traz inúmeras vantagens para a economia. Com preços estáveis, as empresas conseguem elaborar projetos de prazo mais longo, obter projeções financeiras mais acuradas, além estabelecer custos, processos, e gestão mais eficientes.

---

<sup>89</sup> Novo Mercado - Conheça o Novo Mercado. Bovespa. [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br). Acesso em 21 nov. 2007

<sup>90</sup> O superintendente da CVM, Carlos Alberto Rebelo Sobrinho, diz que o mercado de debêntures pode ainda ser aperfeiçoado, com algumas padronizações que poderiam tornar esses papéis mais atraentes para o investidor estrangeiro, que ainda dá preferência aos títulos emitidos pelo governo. (SAAVEDRA, V, VIEIRA, C. Emissões já ultrapassam R\$ 32 bilhões. Valor Econômico, São Paulo, 30 abr. 2007. Caderno Finanças)

<sup>91</sup> Um dos motivos são as características diferentes de cada debênture, o que dificulta o entendimento e a análise dos papéis. O ideal seria os títulos serem iguais, mudando apenas o preço de negociação e a taxa de juros que o papel oferece. (CAMBA, D. Emissões podem superar R\$ 100 bi neste ano. Valor Econômico, São Paulo, 05 set. 2006. Caderno Investimentos)

## 6. Conclusão

Este é um trabalho de análise econômica de natureza quantitativa, estabelecido através de testes estatísticos e de econometria para verificar a influência das ofertas públicas no mercado de crédito bancário às empresas. Os primeiros testes mostraram que não foi possível estabelecer essa relação, sendo o crédito bancário melhor explicado por variáveis como o crescimento do PIB, os capitais externos, bem como a própria redução das taxas de juros. Além disso, algumas variáveis qualitativas mostraram ser importantes para a determinação do crédito, dentre as quais citamos a reestruturação do sistema de risco de crédito, a lei de falências e, em menor grau, o financiamento dentro das cadeias produtivas. Ainda assim se inquiriu sobre o impacto das ofertas públicas nas variáveis de crédito desagregadas, bem como inúmeros testes com variáveis econômicas diversas. Entretanto os resultados não apresentaram a consistência desejada.

Por conseguinte, chega-se à conclusão de que o financiamento das atividades das empresas através da emissão de títulos no mercado de capitais, de forma agregada, não é um fator importante para a explicação do crédito com recursos livres aos setores industrial, comercial, serviços e rural. As emissões públicas verificadas nos últimos anos têm explicação em outros fatores, não correlatos àqueles verificados na explicação do crédito bancário. Ainda assim pode-se dizer que algumas variáveis, como o crescimento do PIB, perspectivas de lucros, o influxo de capitais externos e o ambiente político e econômico favoráveis, todos têm impacto positivo tanto no mercado de capitais quanto no mercado de crédito.

Mencionando-se a relação entre os dados quantitativos, sabe-se que todo o modelo econômico é uma referência, e, por isso, deve-se observar a natureza dos dados econômicos em seus diversos aspectos. Primeiramente, cabe destacar o papel da natureza humana, que muitas vezes não pode ser explicada de forma racional, conforme a assunção deste trabalho, através da formalização quantitativa de variáveis de poupança e investimento a curto prazo. Como é de conhecimento dos economistas, principalmente após Keynes, as motivações humanas são diversas, e o modo de pensamento reflete as decisões econômicas, dentre elas o ato de poupar ou investir.

Em segundo lugar, cabe destacar a própria natureza dos dados e a relação entre eles. As ofertas públicas de empresas são informações, em si, bastante abrangentes, tal como o crédito bancário às empresas. Deve-se questionar o que são realmente as ofertas públicas e quais seus objetivos. Se um banco comercial estiver emitindo debêntures, essa forma de

captação poderá servir para o aumento dos recursos emprestáveis na forma de crédito, por exemplo. Da mesma forma, se uma empresa estiver emitindo esses papéis para a construção de um novo empreendimento, poderá deixar de recorrer às instituições financeiras para a obtenção de um empréstimo bancário. Além disso, cabe a menção de outros aspectos, tais como as condições do mercado e os próprios custos de captação, sejam eles das ofertas públicas, ou da obtenção de crédito bancário, que devem ser ponderados e analisados.

Por último, é importante ressaltar que mesmo apesar de todas essas adversidades, a proposta deste trabalho é referendar a ciência, através do estabelecimento de suas implicações econômicas e suas respectivas conseqüências no cotidiano das pessoas. Tem-se consciência das críticas exacerbadas quanto à ortodoxia econômica, mas é sempre melhor ter como referência um modelo, tal como foi proposto, sabendo de suas inconsistências, do que não ter modelo algum, e basear-se no livre arbítrio de idéias e pensamento para descrever a realidade.

Para concluir, discorre-se sobre as perspectivas quanto aos mercados de crédito e de capitais. Primeiramente, em relação ao crédito, deve-se implantar mecanismos capazes de reduzir o custo do crédito concedido pelos bancos. O *spread* bancário no Brasil, como é de conhecimento de todos, ainda é bastante alto, e toda a iniciativa para reduzi-lo, sabendo-se dos reais motivos que os levam a ser tão altos, deve ser apreciada. Em segundo, em relação ao mercado de capitais, essa é uma fonte de financiamento ainda pouco usada pelas empresas brasileiras, embora com grande potencial a ser explorado. Dentro do país, ainda é necessário aprimorar a cultura desse tipo de investimento, através de maior participação das pessoas físicas, seja ela na compra de títulos privados de remuneração fixa - como as debêntures ou notas promissórias - ou as ações, de remuneração variável. Os próprios investidores institucionais brasileiros, tais como os fundos de pensão e empresas de seguro, ainda assim priorizam os títulos públicos emitidos pelo governo, o que começa a passar por um processo de mudança. Por fim, cabe aprimorar ainda mais os mercados, através de boas práticas de governança, no caso de títulos com renda variável, bem como aprimoramento da operação dos títulos nos mercados secundários, como as debêntures.

## **7. Referências**

**ASSAF NETO, Alexandre. Mercado Financeiro. 5. ed., São Paulo: Atlas, 2003.**

**Associação Brasileira das Empresas de Leasing - [www.leasingabel.com.br](http://www.leasingabel.com.br)**

**Banco Central do Brasil – BCB: [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)**

**Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA: [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)**

**CAMBA, D. Capital externo dá o tom na Bovespa. Valor Econômico, São Paulo, 07 dez. 2006. Caderno de investimentos.**

**CAMBA, D. Emissões podem superar R\$ 100 bi neste ano. Valor Econômico, São Paulo, 05 set. 2006. Caderno Investimentos.**

**CARVALHO, F.C. et al. Economia Monetária e Financeira: teoria e prática. Rio de Janeiro: Campus, 2000.**

**CARVALHO, M. C. BC conta com as cooperativas para estimular a competição. Valor Econômico, São Paulo, 10 jun. 2007. Caderno de finanças, p. C1.**

**CHICK, V. Macroeconomia após Keynes: Um Reexame da Teoria Geral. Tradução de Jefferson Chaves Boechat, Daniel Camarinha. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1993.**

**Comissão de Valores Mobiliários - CVM: [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)**

**Federação Brasileira dos Bancos – FEBRABAN: [www.febraban.org.br](http://www.febraban.org.br)**

**FEIJÓ, C.A. et al. Contabilidade Social. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2003.**

**FORTUNA, Eduardo. Mercado Financeiro: produtos e serviços. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 16 ed. 2005.**

**GALVÃO, A. et al. Mercado Financeiro: uma abordagem prática dos principais produtos e serviços. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.**

**GUJARATI, D. N. Econometria básica. Tradução de Maria José Cyhlar Monteiro. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.**

**HADDAD, C. Argumentação equivocada. Valor Econômico, São Paulo, 1 nov. 2007. Caderno Brasil.**

**LUCCHESI, C.P. Empresas emitem em reais no exterior. Valor Econômico, São Paulo, 17 jul. 2007. Caderno Finanças.**

**MISHKIN, F.S. Moeda, Bancos e Mercados Financeiros. Tradução de Christina Pinto Ferreira Studart. Revisão Técnica de Rogério Studart. 5 ed. Rio de Janeiro: LTC, 2000.**

**PAULA, L.F., SICSÚ, J. Macroeconômica Moderna: Keynes e a economia contemporânea. Rio de Janeiro: Campus, 1999.**

**PINDYCK, Robert S; RUBINFELD, Daniel L. Econometria: modelos e previsões. 4 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.**

**RIBEIRO, A. Grandes empresas voltam a tomar empréstimos nos bancos. Valor Econômico, São Paulo, 26 jul. 2007. Caderno Finanças.**

**ROMERO, C. A decolagem do mercado de capitais. Valor Econômico, São Paulo, 03 jan. 2007. Caderno Brasil.**

**SAAVEDRA, V, VIEIRA, C. Emissões já ultrapassam R\$ 32 bilhões. Valor Econômico, São Paulo, 30 abr. 2007. Caderno Finanças.**

**SECURATO, J. R. Crédito – Análise e Avaliação do Risco – Pessoas Físicas e Jurídicas. São Paulo: Saint Paul, 2002.**

**Sistema Nacional de Debêntures – SND: [www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br)**

**Survey: Anatomy of thrift. The Economist, Londres, v.376, p. 5, 24 set 2005.**

**TRAVAGLINI, F. Bancos ampliam financiamento dentro das cadeias produtivas. Valor Econômico, São Paulo, 21 mai. 2007. Caderno Finanças.**

**VIEIRA, C. Empréstimos vão superar metade do PIB. Valor Econômico, São Paulo, 22 mai. 2007. Caderno Finanças.**

**VIEIRA, C. Ofertas públicas crescem 60% em 2006. Valor Econômico, São Paulo, 20 dez. 2006. Caderno Finanças.**

**WOOLRIDGE, J.M. Introdução à Econometria: uma abordagem moderna. Tradução de Rogério Cezar de Souza. Revisão Técnica de Nelson Carneiro. São Paulo: Pioneira Thomson Learning. 2006.**