UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Departamento de Administração

**Impactos de Fatores Condicionantes do Volume
de Crédito**

André Pires da Cruz

São Paulo, Julho de 2004

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Departamento de Administração

**Impactos de Fatores Condicionantes do Volume
de Crédito**

André Pires da Cruz

São Paulo, Julho de 2004

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Departamento de Administração

**Impactos de Fatores Condicionantes do Volume
de Crédito**

Aluno: André Pires da Cruz

Orientador: Prof. Dr. Roy Martelanc

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

São Paulo, Julho de 2004

REITOR DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

Prof. Dr. Adolpho José Melfi

DIRETOR DA FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E
CONTABILIDADE

Prof^a. Dr^a. Maria Tereza Leme Fleury

CHEFE DO DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO

Prof. Dr. Eduardo Pinheiro Gondin de Vasconcellos

COORDENADOR DO PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM
ADMINISTRAÇÃO

Prof. Dr. Isak Kruglianskas

Dedico este trabalho aos meus pais,
Álvaro Gomes da Cruz (*in memoriam*) e
Fernanda Lucilia Pires, pelo exemplo de
honestidade, perseverança, dedicação e carinho
e à minha esposa, Ila Alves Sym, pelo amor,
apoio e companheirismo fundamentais
para a realização desta dissertação.

Agradecimentos

Ao Prof. Dr. Roy Martelanc pela inestimável orientação e pelo valoroso convívio que me permitiram realizar este trabalho e me desenvolver como profissional e acadêmico.

Ao Prof. Dr. Rubens Famá por sua visão exemplar e qualificada do estudo de Finanças.

À Prof^{ta} Dr^a. Elisabeth Farina pelos valiosos comentários reveladores de um conhecimentos teórico e empírico de fundamental auxílio.

Ao Prof. Dr. José Carlos Moreira (*in memoriam*) pelo apoio ao longo desse árduo caminho, pela orientação profissional e acadêmica e pelo vasto conhecimento do qual pude desfrutar.

À minha família, fonte infinita de suporte e incentivo.

Aos meus amigos, que têm me acompanhado com alegria e confiança.

Resumo

O fato de haver na economia brasileira um baixo volume de crédito ao setor privado, tornando mais difícil o acesso das empresas a financiamentos que lhes possibilitem aceitar projetos de investimentos que as fariam maiores e mais lucrativas, desenvolvendo o setor empresarial e a sociedade como um todo, é a motivação deste trabalho que busca avaliar o impacto de três fatores específicos no nível de crédito ao setor privado existente em um país: (i) o nível de eficiência jurídica; (ii) o grau de instabilidade econômica; e (iii) o volume de poupança total.

A importância de tais fatores é fundamentada na revisão da literatura e sua análise, através do uso de regressões simples e múltiplas do tipo *cross-section* envolvendo 207 países, confirmou em todas as especificações a hipótese de que quanto mais eficiente for o sistema jurídico de um país, maior será o volume de crédito nele disponível. O grau de instabilidade econômica e o nível de poupança se mostraram também fatores condicionantes do volume de crédito, mas não em todas as especificações e com um impacto menor ao verificado para o sistema jurídico.

Estimativas mostraram que o volume de crédito ao setor privado no Brasil seria 43% superior ao observado caso houvesse uma melhoria de apenas meio desvio padrão nas medidas referentes às três variáveis independentes acima citadas. Fatores adicionais foram brevemente avaliados como o nível da taxa de juros real, o grau de participação nos fluxos internacionais de comércio e o nível de desenvolvimento. Esses fatores se mostraram também importantes e merecem estudos que os tenham como foco.

Espera-se com este estudo contribuir para a compreensão do funcionamento do mercado de crédito e para a discussão a respeito de medidas e posturas que possam ser adotadas no Brasil e no mundo visando seu desenvolvimento, que se reflete no desenvolvimento das empresas e da sociedade.

Abstract

The fact that the Brazilian economy has a low volume of credit available to the private sector, making it difficult for the companies to have access to loans which would able them to accept investment projects and could make them larger and more profitable companies, developing the business sector and the society, is the motivation of this work that reaches to evaluate the impact of three specific factors in the credit volume existing in one country to the private sector: (i) the level of the legal system efficiency; (ii) the economic instability level; and (iii) the total volume of savings accounts.

Those factors importance are based on the literature review and it's analysis, by the use of simple and multiple cross-section regressions involving (two hundred and seven) 207 countries, have confirmed in all of the specifications that as more efficient is its legal system, higher will be the volume of credit available in such country. The economic instability level and the total volume of savings accounts have showed also to be factors related to the credit volume, but not in all specifications and with a lower impact compared to the impact verified by the legal system.

Estimations have showed that the credit volume to the private sector in Brazil would be 43% higher than the actual in case an improvement of only half standard deviation in the measures referred to the 3 independent variables above mentioned. Additional factors were also briefly evaluated, like the real interest rate level, the participation on the international trade flow and the development level. Such factors have also showed importance and do deserve studies of their own.

It is a purpose of this study to contribute for the understanding of the credit market and its performance and for the discussion of measures and postures, which could be adopted in Brazil and in the world objecting its development that reflects on the companies and the society development.

Sumário

1	Introdução	1
1.1	Problema.....	1
1.2	Objetivos.....	3
1.3	Hipóteses da Pesquisa.....	4
1.4	Relevância do Estudo	4
1.4.1	Importância do Financiamento	4
1.4.2	Baixo Volume de Financiamento	5
1.5	Delimitação da Pesquisa.....	8
2	Revisão da Literatura.....	9
2.1	Ineficiência das Instituições Jurídicas	9
2.1.1	Teoria de Agência e Governança Corporativa	10
2.1.2	Modo de Influência do Sistema Jurídico	13
2.1.3	Importância do Sistema Jurídico	14
2.2	Baixo Nível de Poupança	31
2.3	Instabilidade Econômica	40
2.3.1	Importância Teórica da Estabilidade Econômica	40
2.3.2	Evidência Empírica da Importância da Estabilidade Econômica.....	47
3	Metodologia.....	52
3.1	Operacionalização das Variáveis.....	56
3.2	Classificação da Pesquisa	58

3.3	Limitações	58
4	Resultados.....	59
4.1	Eficiência Jurídica	60
4.2	Poupança Total	62
4.3	Estabilidade Econômica	64
4.4	Modelo Geral.....	66
4.5	Origem legal	68
4.6	Testes Adicionais.....	74
4.6.1	Desenvolvimento	74
4.6.2	Abertura Econômica	78
4.6.3	Taxa de Juros	81
4.7	Estabilidade Econômica	84
5	Considerações Finais	89
5.1	Eficiência Jurídica	89
5.2	Poupança.....	92
5.3	Instabilidade Econômica	92
5.4	A Situação Brasileira	93
5.5	Considerações Adicionais	94
6	Referências Bibliográficas.....	97

Lista de Ilustrações

Ilustração 1 – Modelo Geral da Pesquisa	52
Ilustração 2 – Crédito X Eficiência Jurídica.....	61
Ilustração 3 – Crédito X Poupança Total.....	63
Ilustração 4 – Crédito X Instabilidade Econômica.....	65

Lista de Tabelas

Tabela 1 – Limitantes da Realização de Investimentos Físicos em 1997	6
Tabela 2 - Fatores de Racionamento de Capital no E.U.A.....	7
Tabela 3 – Composição da Amostra.....	54
Tabela 4 – Sinais Esperados	56
Tabela 5 – Indicadores da Regressão (juridico)	61
Tabela 6 – Indicadores das Variáveis Independentes (juridico).....	62
Tabela 7 – Indicadores da Regressão (pouptot).....	64
Tabela 8 – Indicadores das Variáveis Independentes (pouptot).....	64
Tabela 9 – Indicadores da Regressão (pi).....	66
Tabela 10 – Indicadores das Variáveis Independentes (pi)	66
Tabela 11 – Indicadores da Regressão (modelo geral).....	67
Tabela 12 – Indicadores das Variáveis Independentes (modelo geral)	67
Tabela 13 – Indicadores da Regressão (<i>common law</i>)	69
Tabela 14 – Indicadores das Variáveis Independentes (<i>common law</i>).....	69
Tabela 15 – Indicadores da Regressão (<i>civil law</i>)	70
Tabela 16 – Indicadores das Variáveis Independentes (<i>civil law</i>).....	70
Tabela 17 – Divisão da amostra por origem legal	70
Tabela 18 – Indicadores da Regressão (direito civil francês).....	71
Tabela 19 – Indicadores das Variáveis Independentes (direito civil francês)	72
Tabela 20 – Indicadores da Regressão (direito comum)	72

Tabela 21 – Indicadores das Variáveis Independentes (direito comum).....	72
Tabela 22 – Crédito/PIB de acordo com a origem legal.....	73
Tabela 23 – Indicadores da Regressão (membros).....	75
Tabela 24 – Indicadores das Variáveis Independentes (membros)	75
Tabela 25 – Indicadores da Regressão (não-membros).....	75
Tabela 26 – Indicadores das Variáveis independentes (não-membros)	75
Tabela 27 – Indicadores da Regressão (OCDE).....	76
Tabela 28 – Indicadores das Variáveis Independentes (OCDE)	76
Tabela 29 – Indicadores da Regressão (países ricos)	77
Tabela 30 – Indicadores das Variáveis Independentes (países ricos).....	77
Tabela 31 – Indicadores da Regressão (países pobres)	77
Tabela 32 – Indicadores das Variáveis Independentes (países pobres).....	78
Tabela 33 – Indicadores da Regressão (pibperca).....	78
Tabela 34 – Indicadores das Variáveis Independentes (pibperca)	78
Tabela 35 – Indicadores da Regressão (baixa abertura econômica).....	79
Tabela 36 – Indicadores das Variáveis Independentes (baixa abertura econômica)	79
Tabela 37 – Indicadores da Regressão (alta abertura econômica).....	80
Tabela 38 – Indicadores das Variáveis Independentes (alta abertura econômica).....	80
Tabela 39 – Indicadores da Regressão (trade).....	81
Tabela 40 – Indicadores das Variáveis Independentes (trade)	81
Tabela 41 – Indicadores da Regressão (baixos juros)	82

Tabela 42 – Indicadores das Variáveis Independentes (baixos juros).....	82
Tabela 43 – Indicadores da Regressão (altos juros)	82
Tabela 44 – Indicadores das Variáveis Independentes (altos juros).....	83
Tabela 45 – Indicadores da Regressão (juroreal)	83
Tabela 46 – Indicadores das Variáveis Independentes (juroreal).....	83
Tabela 47 – Indicadores da Regressão (Modelo Geral/juroreal).....	84
Tabela 48 – Indicadores das Variáveis Independentes (modelo Geral/juroreal).....	84
Tabela 49 – Indicadores da Regressão (cvpib).....	86
Tabela 50 – Indicadores das Variáveis Independentes (cvpib)	86
Tabela 51 – Indicadores da Regressão (modelo geral).....	87
Tabela 52 – Indicadores das Variáveis Independentes (modelo geral)	87

1 Introdução

A obtenção de financiamento por uma empresa é fator importante para o seu desenvolvimento e, conseqüentemente, para o desenvolvimento do país em que atua. Os fatores que determinam o volume de crédito ao setor privado disponibilizado em um país é o assunto deste trabalho.

Alguns estudos têm sido realizados a esse respeito, em especial por pesquisadores estrangeiros, como os de LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY (1997) e de DEMIRGÜÇ-KUNT e MAKSIMOVIC (1996). Dentre os estudos nacionais destacam-se CABRAL e PINHEIRO (1998) e CARVALHO (2003). O principal motivo para a pouca produção nacional parece ser a dificuldade na obtenção de dados que possibilitem a análise do problema.

Apesar das dificuldades é importante que haja estudos a respeito, dada a importância do assunto para o desenvolvimento nacional, conforme já citado. Este é o espírito a guiar esta dissertação, que fará uma análise mundial relevando as características brasileiras.

1.1 Problema

A falta de crédito para que as empresas realizem investimentos rentáveis é um problema que pode ser verificado em qualquer país do mundo, mas que atinge com mais força os países em desenvolvimento [CAPRIO e DEMIRGÜÇ-KUNT (1998)].

No Brasil o crédito total disponível ao setor privado em 1998 representou 35% do PIB, enquanto que o mesmo indicador para os países membros da OCDE era de 77%. Em um ambiente com tão baixa disponibilidade de crédito não é de estranhar as dificuldades que as empresas aqui localizadas têm para elevar suas vendas e seus investimentos. GALINDO (2001) ratifica esse pontual exemplo e conclui que o maior obstáculo à expansão dos negócios das empresas latino americanas é a dificuldade de acesso aos mercados financeiros.

Sendo um problema mundial, esta pesquisa o analisa também com um escopo mundial mas, dada a importância da questão no contexto brasileiro, procura, por vezes, focalizar a

situação do mercado de crédito no Brasil, para o qual este estudo pode ser especialmente relevante.

Tendo em vista essa importância do crédito para o desenvolvimento das empresas, a pergunta que este trabalho visa responder é:

Quais os impactos de fatores condicionantes como a eficiência do sistema jurídico, o nível de poupança e a instabilidade econômica no volume de crédito existente em um país, especialmente no Brasil?

Algumas definições operacionais são oportunas:

- São entendidos como fatores condicionantes do volume de crédito existente em um país, estruturas, como o sistema jurídico, e situações, como o nível de poupança e o grau de instabilidade econômica, que exerçam efeitos no desempenho das atividades creditícias nesse país;
- O crédito analisado refere-se a atividades de financiamento ao setor privado, sem restrição de prazos ou destinatário, existentes em cada um dos países analisados.
- O sistema jurídico compreende o complexo formado pela legislação vigente e a efetividade da sua aplicação, pois como coloca PINHEIRO (2000, p. 9) para serem efetivas as leis devem estar lastreadas em instituições eficientes na sua aplicação e na resolução de conflitos;
- O nível de poupança aqui utilizado é o resultado nominal do setor público consolidado (poupança pública), que abrange todas as esferas de governo em um país, mais a poupança privada, mais a poupança externa captada;
- A instabilidade econômica é definida como sendo a volatilidade da economia do país.
- Os termos crédito, financiamento e empréstimos expressam a mesma idéia e são utilizados alternadamente para evitar repetições exaustivas. O mesmo ocorre com os termos eficiência jurídica, jurídico-legal e judicial, assim como com instabilidade, volatilidade e incerteza econômica, exceto quando

evidenciada alguma diferença. Por mais óbvio que seja, convém clarificar que uma medida de instabilidade mede também a estabilidade e, portanto, o termo usado ao longo do trabalho refere-se à mesma medida de acordo com o comportamento que se quis enfatizar.

Esses pontos serão mais discutidos e detalhados, inclusive com o esclarecimento da operacionalização das variáveis, no capítulo referente à metodologia utilizada no trabalho.

1.2 Objetivos

Muitos são os fatores comumente apontados como sendo relacionados à carência de capitais para empresas em um país (por exemplo, funcionamento deficiente do sistema jurídico, existência de poupança pública negativa, grande instabilidade econômica prejudicando projetos de longo prazo, baixa poupança, baixo nível de desenvolvimento da intermediação financeira etc.), mas faltam estudos sistemáticos e completos a respeito.

O objetivo principal deste trabalho é, como fica claro na pergunta-problema colocada acima, **verificar qual a influência de três fatores específicos no volume de crédito disponível em um país, especialmente no Brasil**. Esses três fatores são a eficiência do sistema jurídico, o nível de poupança e o grau de instabilidade econômica existentes no país. Na busca pela resposta a essa pergunta e como sua consequência, pretendemos atingir também outros objetivos. Esses objetivos secundários são:

- Verificar se há influência de outros fatores condicionantes como nível de desenvolvimento econômico, taxa de juros e integração internacional e como se dá tal influência;
- Contribuir para a discussão sobre o funcionamento do mercado de crédito;
- Sugerir aprimoramentos que possam aumentar o volume de crédito em países onde há escassez de fontes de financiamento, como o Brasil, propiciando a elevação do nível de investimentos das empresas e o conseqüente desenvolvimento nacional.

1.3 Hipóteses da Pesquisa

O trabalho parte de três hipóteses básicas a respeito do funcionamento do mercado de crédito em um país. PINHEIRO (2003) a respeito do baixo volume de crédito que prevalece na América Latina conclui que são três os fatores explicativos para isso: (i) falta de respeito à regra da lei (*rule of law*); (ii) instabilidade macroeconômica e (iii) elevados *déficits* públicos que diminuem a poupança total disponível. Hipóteses relacionadas a esses fatores são relacionadas abaixo e suas fundamentações são explicadas na seção 2.

- Quanto mais eficiente o sistema jurídico de um país, maior será o volume de crédito disponibilizado ao setor privado nesse país;
- O tamanho da poupança em relação ao PIB influencia positivamente o volume de crédito ao setor privado existente em um país;
- Quanto maior a estabilidade econômica existente em um país, maior o volume de crédito ao setor privado existente nesse país.

A transformação dos conceitos mencionados em variáveis passíveis de medição possibilitará o teste das hipóteses acima relacionadas e é explicado no capítulo 3.1.

1.4 Relevância do Estudo

1.4.1 Importância do Financiamento

A disponibilidade de crédito tem uma grande importância na geração de investimentos produtivos com capacidade de propiciar crescimento econômico. É através do uso de financiamento de longo prazo que as empresas adquirem parte de seus ativos permanentes que, por sua vez, são os instrumentos de transformação dos recursos por elas contratados, em receitas. CAPRIO e DEMIRGÜÇ-KUNT (1998) mostraram que a utilização de financiamento de longo prazo por empresas industriais tende a estar associada a um nível de produtividade mais elevado.

Enquanto o capital próprio é a fonte primária de recursos para a constituição da empresa, o capital de terceiros é fundamental na expansão das atividades da empresa e, conseqüentemente, da economia de uma nação [CAPRIO e DEMIRGÜÇ-KUNT (1998)].

Vários estudos demonstram que quanto maior o desenvolvimento da intermediação financeira, ou seja, quanto maior sua capacidade de realocar o capital para o uso de maior valor sem risco substancial de perda por risco moral (*moral hazard*), seleção adversa ou custos de transação, maior a taxa de crescimento do PIB do país [RAJAN e ZINGALES (1996)] como mostram, por exemplo, GOLDSMITH (1969), KING e LEVINE (1993 a, b e c) e PAGANO (1993). LEVINE e ZERVOS (1998) *apud* LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY (1998) apontam que o desenvolvimento dos mercados de capitais contribui para o desenvolvimento econômico. RAJAN e ZINGALES (1996) mostram que países com sistemas financeiros mais desenvolvidos têm um crescimento superior em setores capital-intensivos. LEVINE (1998) *apud* LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY (1998) confirma estudos anteriores sobre a importância do desenvolvimento financeiro para o crescimento econômico.

BECK, LEVINE e LOAYZA (1999) mostram que um sistema financeiro mais desenvolvido influencia o nível de poupança e sua alocação favorecendo o crescimento econômico.

CARVALHO (2003, p. 8) coloca que além do menor crescimento das economias nacionais em que há pouca disponibilidade de crédito esse fator promove a concentração de mercado e a desnacionalização em um ambiente cada vez mais internacionalizado. Empresas maiores dentro do país ou empresas estrangeiras que tenham acesso a fontes de financiamento têm condições de crescer mais e comprar seus concorrentes. Outro viés causado pela pouca disponibilidade de fontes de financiamento é a concentração de renda, pois os bons projetos só podem ser aproveitados por quem tem capital suficiente para isso, enquanto quem não o tem, mesmo que tenha à sua disposição projetos rentáveis, não pode aproveitá-los.

1.4.2 Baixo Volume de Financiamento

O baixo volume de crédito disponível para que as empresas realizem investimentos é uma característica comum em países em desenvolvimento. BECK (2000) mostra que os países da América latina apresentam níveis de crédito ao setor privado inferiores aos verificados nos países membros da OCDE.

CAPRIO e DEMIRGÜÇ-KUNT (1998, p. 180) argumentam que se uma empresa de um país em desenvolvimento fosse “transplantada” para um país desenvolvido, ela receberia um volume substancialmente superior de crédito.

Notório, o baixo volume de financiamento disponível no Brasil é refletido, por exemplo, em uma pesquisa de opinião apresentada na 123ª Sondagem da Indústria de Transformação [OLIVEIRA *et al. apud* MARTELANC (1998)]. Essa pesquisa foi realizada pelo Centro de Estudos e Tendências/IBRE/FGV com 1446 empresas de 21 setores diferentes da economia brasileira com faturamento total de R\$ 126 bilhões e empregando 882 mil funcionários, em 1996.

A tabela a seguir reproduz seus principais resultados.

Tabela 1 – Limitantes da Realização de Investimentos Físicos em 1997

Fator Limitante	Porcentagem das empresas que assinalaram o fator (1)	Setores em que o fator é o mais importante
Limitação dos recursos da empresa	41	10 (48%)
Incertezas acerca da demanda	39	5 (24%)
Custo de financiamento	36	3 (14%)
Taxa de retorno inadequada	23	1 (5%)
Limitação de crédito	14	1 (5%)
Outros	2	0 (0%)

(1) Pode ser assinalado mais que um fator.

Os resultados mostram que 36% das empresas deixaram de realizar investimentos físicos devido ao alto custo do financiamento (a outra face da escassez) e 14% por não terem acesso ao crédito, ainda que fosse caro. É importante notar que essa pesquisa foi realizada em um contexto de elevação de investimentos após a maior estabilidade econômica atingida com

o plano Real. Possivelmente se o mesmo questionário fosse aplicado hoje resultados diferentes seriam obtidos, mas não são de se esperar grandes mudanças positivas.

Esses dados são, por si só, impressionantes e quando comparados aos resultados de uma pesquisa semelhante realizada nos EUA [DAMODARAN (1997, p. 236)] revelam que a dificuldade que as empresas brasileiras têm em obter financiamento é bem maior que a de outros países desenvolvidos e mesmo com nível semelhante de desenvolvimento.

A tabela abaixo ilustra alguns resultados.

Tabela 2 - Fatores de Racionamento de Capital no E.U.A.

Fator limitativo à Realização de Investimentos Físicos	Percentual das Respostas no Fator
Limite imposto por administradores internos à empresa	69
Manutenção de alvos para o preço por ação ou para o índice preço/lucro	15
Limite de endividamento imposto por acordo externo	11
Limite de endividamento imposto por administradores externos à empresa	3
Outros	2

Ou seja, no caso americano, 84% dos fatores limitativos à realização de investimentos físicos são auto-impostos.

JAFFEE e STIGLITZ (1990) *apud* ZERBINI (2000) trabalhando sobre as conclusões de STIGLITZ e WEISS (1981) mostram que a disponibilidade de crédito é mais importante que seu custo em um ambiente de racionamento de crédito. Este ocorre como resultado da assimetria de informações entre credores e devedores resultando em um equilíbrio de racionamento de crédito. ROJAS-SUAREZ e WEISBROD (1994) *apud* ZERBINI (2000) colocam que, dada a superior importância do empréstimo bancário em relação ao obtido

diretamente nos mercados de capitais, o comportamento do mercado de crédito privado deve ser foco especial de atenções nos países em desenvolvimento.

Em um estudo com dados de empresas industriais de 1980 a 1991 DEMIRGÜÇ-KUNT e MAKSIMOVIC (1996, p. 43) mostram que a relação média entre dívida de longo prazo e ativos totais no Brasil é inferior a 10%, em um nível semelhante ao do Zimbábue enquanto que países desenvolvidos como EUA, Alemanha e França têm relações superiores a 25%.

No Brasil a maior parte do crédito disponível, excetuando-se os de origem governamental, que também são escassos, é direcionada para o curto prazo, sendo o prazo médio das operações de crédito livre de apenas 218 dias [BANCO CENTRAL DO BRASIL (2003, p. 1)]. Essa excessiva e constante focalização no mercado monetário, em detrimento do mercado de capitais, prejudica as perspectivas de desenvolvimento econômico e, conseqüentemente, social.

É comumente aceito que os empréstimos de curto prazo devem ser utilizados, em princípio, para suprir necessidades eventuais de caixa [GITMAN (2002, p. 595)], mas no Brasil é comum vermos empresas que utilizam tal modalidade de financiamento com uma freqüência que nos autoriza a entender tal comportamento como a utilização de financiamento de curto prazo para cobrir diferenças estruturais de capital.

Ainda que o foco deste trabalho não seja apenas no financiamento de longo prazo, tais informações nos permitem perceber uma deficiência do mercado de crédito brasileiro que, de modo geral, aplica-se para outros países em desenvolvimento.

1.5 Delimitação da Pesquisa

A pesquisa está centrada em apenas três fatores condicionantes do volume de crédito pois parecem ser os mais importantes. É preciso ficar claro, no entanto, que eles não podem ser encarados como os únicos fatores relevantes que devem ser estudados para um completo entendimento da realidade.

O crédito estudado neste trabalho é o capital de terceiros disponibilizado ao setor privado. Não há restrição quanto à forma utilizada para sua obtenção (se empréstimo bancário, emissão de títulos etc.) nem ao seu prazo de vencimento (financiamento de curto

prazo ou de longo prazo) ou à sua destinação (se para pessoa física ou jurídica, para consumo ou investimento). Desse modo é possível realizar um trabalho amplo pois não se prende a especificidades e aproveita a grande quantidade de dados disponíveis. Aspectos relacionados à obtenção de capitais próprios são abordados na seção 2 apenas como indicações da importância dos fatores discutidos.

A pesquisa trata do volume total de crédito disponível mas, por vezes, concentra comentários e análises a respeito do volume de crédito de longo prazo, devido à sua importância. Desse modo, as conclusões obtidas serão baseadas na análise do montante geral de crédito, mas, espera-se poder aplicá-las também ao crédito de longo prazo, especificamente.

2 Revisão da Literatura

Nesta seção é apresentada uma revisão da literatura a respeito dos fatores colocados nas três hipóteses acima e suas influências na existência de fontes de financiamento em uma economia nacional.

2.1 Ineficiência das Instituições Jurídicas

As instituições de um país têm sido apontadas como fatores determinantes no seu desenvolvimento. DEMIRGÜÇ-KUNT e MAKSIMOVIC (1998, p. 3) afirmam que como imperfeições de mercado causadas por conflitos de interesse e informações assimétricas restringem a habilidade das firmas em captar recursos externos, e como a magnitude de tais imperfeições depende da efetividade no funcionamento dos sistemas legal e financeiro, deve haver uma diferença sistemática na capacidade de empresas de diferentes países captarem recursos, já que parece haver diferença no funcionamento de tais sistemas. Eles argumentam que um sistema jurídico que seja eficiente é fundamental para que as firmas sejam capazes de obter financiamento externo pois elas devem ser capazes de mostrar credibilidade ao se comprometerem a controlar comportamentos oportunistas de seus administradores. O sistema legal deve evitar violações contratuais e prover, caso ocorram, compensações para tais violações.

Os resultados de sua pesquisa sugerem que quanto maior o respeito pelas normas legais maior a possibilidade do crescimento das empresas ser financiado por capital externo

de longo prazo. Utilizando uma variável representativa da capacidade do Estado de fazer os contratos serem honrados os autores constataram uma alta correlação positiva entre essa variável e o tamanho do setor bancário. Eles notam que um bom sistema jurídico reduz os riscos políticos, o que por sua vez reduz as taxas de retorno exigidas para os projetos de investimento, o que leva à aceitação de um maior número de bons projetos e ao desenvolvimento do país.

OLSON (1996, p. 20) *apud* PINHEIRO (2000, p. 7) sustenta que qualquer país que adote instituições e políticas econômicas razoáveis experimenta uma rápida retomada do crescimento e classifica o sistema legal, que protege os direitos de propriedade e os contratos, como uma das instituições mais importantes. SCULLY (1988) *apud* PINHEIRO (2000, p. 4) conclui que países com boas instituições têm um crescimento *per capita* três vezes maior e apresentam níveis de eficiência 100% superiores aos observados em países com instituições precárias.

A partir dessas e de outras análises semelhantes, a primeira hipótese fundamental é que a fraqueza das instituições jurídicas em um país seja uma das principais responsáveis pelo baixo volume disponível para financiamento.

2.1.1 Teoria de Agência e Governança Corporativa

Os contratos celebrados entre principal e agente, nas diferentes formas em que essa relação aparece no ambiente empresarial, não conseguem alcançar um nível de estruturação suficientemente detalhado para prever todas as contingências possíveis [JENSEN e MECKLING (1976)].

BECK e LEVINE (2003, p. 4) argumentam com base em COASE (1960), STIGLER (1964) e EASTERBROOK e FISCHER (1991) que instituições legais efetivas permitem a criação de contratos complexos que podem minorar os problemas de agência. PINHEIRO (2000, p. 20) coloca que em contratos de longo prazo é difícil antecipar todas as contingências possíveis e que, seja por imprevisibilidade seja pelo elevado custo para que essas contingências sejam elencadas elas devem ser resolvidas à medida que vão surgindo. HAY *et al.* (1996, p. 561) *apud* PINHEIRO (2000, p. 17) afirmam ainda que os contratos podem ser incompletos se abrangerem cláusulas que não podem ser verificadas e reguladas pelos

tribunais. Mesmo que isso fosse possível, não seria desejável já que os provedores de capital não possuem as mesmas informações e capacidades que os administradores.

Portanto, quando uma empresa busca recursos externos para financiar suas operações há uma possibilidade razoável de ocorrência de conflitos de agência entre os acionistas e/ou administradores e os credores.

Diversas técnicas têm sido utilizadas para reduzir os custos de agência decorrentes dessa situação indesejada. O conjunto de mecanismos de incentivo e controle, internos e externos, utilizado para a minimização desses custos de agência é conhecido como governança corporativa [BARROS, FAMÁ e SILVEIRA (2003, p. 2)]. LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY (1998) definem governança corporativa de maneira semelhante como sendo “um conjunto de mecanismos através do qual investidores externos se protegem contra expropriação pelos (agentes) internos”.

O principal mecanismo de redução de conflitos de agência é a existência de proteção legal dos investidores. LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY (1997, p. 19) afirmam que países com um bom ambiente legal têm seus mercados de capitais mais desenvolvidos pois os potenciais credores se sentem mais seguros de que não haverá expropriação de suas riquezas.

A possibilidade que estes têm de acionar judicialmente a empresa em que investiram caso esta viole os termos contratados é fundamental para que investidores decidam aplicar seu dinheiro em projetos sobre os quais pouco ou nenhum controle terão. Segundo SHLEIFER e VISHNY (1997, p. 750) os sistemas de governança corporativa utilizados em cada país diferem entre si, especialmente, quanto à natureza legal das obrigações dos administradores e no modo como os tribunais interpretam e julgam essas obrigações.

HART (1995) *apud* LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY (1998, p. 3) defende que o que define os vários tipos de títulos são os direitos que eles dão aos seus proprietários, enquanto LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY (1998, p. 3) afirmam que os credores recebem os pagamentos a que têm direito pois têm o poder de retomar as garantias concedidas. Como sem esse direito haveria muito mais dificuldade em levantar fundos externos para investimentos, os autores defendem que as Finanças Corporativas devem analisar criticamente as leis e o *enforcement* existentes nos

países. Eles dividem os países de acordo com a origem de seu sistema legal e constataam que a proteção legal é mais forte em países que têm seu sistema legal baseado no *Common Law* (Direito Comum ou Consuetudinário) enquanto os que o baseiam no *Civil Law* (Direito Civil) apresentam um nível de proteção legal aos investidores, tanto acionistas quanto credores, mais baixo.

Os autores analisam cinco variáveis sobre a proteção legal dada aos credores: possibilidade de recuperar ativos colateralizados durante processos de recuperação; direito ao colateral em casos de liquidação; impossibilidade de recorrer ao judiciário para uma reorganização sem o consentimento dos credores; afastamento dos administradores durante o processo de recuperação; e requisição de reserva legal.

Tais tipos de proteção legal devem existir de fato, não apenas de direito. Nesse sentido, não basta que esse tipo de regra exista, mas é fundamental que seja cumprida. AGÉNOR e AIZENMAN (1997, p. 27) observam que “se o sistema legal está associado a um *enforcement* contratual custoso e moroso, liquidar uma garantia será mais caro, reduzindo seu potencial benefício”. SHEPHERD, SHERWOOD e SOUZA (1994, p. 9) *apud* PINHEIRO (1996, p. 5) notam que fazer cumprir as leis e os contratos envolve naturalmente um *trade-off* entre justiça e eficiência pois a primeira requer mais tempo e custos, tanto do setor público quanto do setor privado, para que seja plenamente atingida, enquanto que o aumento desses fatores diminui a segunda. Além disso, a existência da proteção legal e a certeza do seu cumprimento não são condições suficientes para garantir que os investidores obtenham seu retorno remunerado de volta, pois, mesmo os países mais desenvolvidos nessa área, deixam os administradores com grande poder de decisão. Mas, sem dúvida, são condições fundamentais.

Os resultados de LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY mostram que os países que adotam o Direito Comum têm o maior percentual (72%) de casos em que os ativos colateralizados não são automaticamente bloqueados, costumam garantir que os credores que possuem garantias recebem pagamentos primeiro (89%), evitam (72% dos países) que os administradores recorram ao judiciário para uma reorganização sem a permissão dos credores e em 78% desses países os administradores são afastados durante o processo de reorganização. Esses resultados diferem grandemente dos números obtidos com a análise dos países de Direito Civil Francês. Desses apenas 26% não bloqueiam automaticamente os ativos da firma, 65% garantem que os credores com garantias recebam

primeiro, 42% colocam restrições à busca de proteção judicial sem o consentimento dos credores e apenas 26% removem os administradores no processo de reorganização.

Uma outra maneira de resolução de problemas de agência que tem sido bastante explorada nos últimos anos é a utilização de dívidas. Neste caso o conflito ocorre entre administradores e credores e a redução dos custos de agência vem através das cláusulas contratuais que impedem que o administrador venda ativos da firma por valores subprecificados e pela natural inibição da realização de projetos de investimento com valor presente líquido negativo, dados os riscos que o mau desempenho traria. Mais uma vez tal redução esbarra no *enforcement* existente no país.

2.1.2 Modo de Influência do Sistema Jurídico

BECK, DERMIGÜÇ-KUNT e LEVINE (2002) procuram mostrar algo pouco explorado na literatura, que é a maneira como a origem legal influencia o desenvolvimento dos mercados financeiros. Eles argumentam que há dois canais básicos de influência, o canal político e o canal da adaptabilidade.

Conforme LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY (1999) *apud* BECK, DERMIGÜÇ-KUNT e LEVINE (2002) a proteção dos direitos contratuais privados forma a base para o desenvolvimento financeiro em um país e, segundo o canal político, as tradições legais diferem na prioridade que dão aos direitos de propriedade privada versus os direitos do Estado. NORTH e WEINGAST (1989) *apud* BECK, DERMIGÜÇ-KUNT e LEVINE (2002, p. 2) dizem que como o Direito Comum Inglês evoluiu para proteger os donos de propriedades privadas de expropriações feitas pelo rei, os primeiros se viram em um ambiente que propiciava mais segurança em suas negociações, desenvolvendo assim os mercados financeiros.

De maneira oposta, os Códigos Civis da França e da Alemanha, buscaram solidificar o poder do Estado, colocando o “príncipe acima da lei” [HAYEK (1960, p. 166-167) *apud* BECK, DERMIGÜÇ-KUNT e LEVINE (2002, p. 2)]. Dessa maneira, esses códigos, pela busca do fortalecimento da coroa, inibem, relativamente aos códigos baseados no direito comum inglês, o desenvolvimento financeiro. O poder do Estado sobre o judiciário é fator determinante na diferenciação entre os dois sistemas legais.

O canal da adaptabilidade vê diferenças entre os sistemas legais, não com respeito ao controle do judiciário, e sim à capacidade que o sistema legal tem de reagir a mudanças socioeconômicas com uma velocidade adequada [HAYEK (1960) *apud* BECK, DERMIGÜÇ-KUNT e LEVINE (2002, p. 2)]. Segundo MERRYMAN (1985) *apud* BECK, DERMIGÜÇ-KUNT e LEVINE (2002, p. 3) sistemas legais que se adaptam de maneira eficiente de modo a minimizar a diferença entre as necessidades contratuais da economia e as capacidades legais do sistema têm a capacidade de forjar de maneira mais efetiva o desenvolvimento financeiro do que sistemas legais mais rígidos.

BECK, DERMIGÜÇ-KUNT e LEVINE (2002, p. 3) citam autores como POSNER (1973) que defendem que o Direito Comum evolui eficientemente pois os juízes respondem caso a caso a condições imprevistas nos contratos, e as leis ineficientes acabam por ser substituídas por leis eficientes através de repetidos litígios e pelo uso da jurisprudência. Eles argumentam que rejeitar o uso de jurisprudência e se basear apenas em mudanças nas leis torna a evolução do sistema ineficiente prejudicando o sistema financeiro. BAILEY e RUBIN (1994) *apud* BECK, DERMIGÜÇ-KUNT e LEVINE (2002, p. 12) dizem que a ausência do uso da jurisprudência reduz a eficiência de adaptação da lei a mudanças socioeconômicas pois as alterações nos códigos legais são custosas e lentas. O Direito Civil Alemão, por ter características mais flexíveis no uso de jurisprudência que o Direito Civil Francês, apesar de ser originário da mesma grande família legal, possibilita uma alocação mais eficiente de dívidas, assim como o Direito Comum, inclusive nos procedimentos que regem contratos com benefícios para terceiros [ZWEIGERT e KÖTZ (1998, p. 468) *apud* BECK, DERMIGÜÇ-KUNT e LEVINE (2002, p. 32)].

BECK, DERMIGÜÇ-KUNT e LEVINE (2002, p. 30) concluem que a distinção dos países pelo seu sistema legal ajuda a explicar diferenças no nível de desenvolvimento dos intermediários financeiros.

2.1.3 Importância do Sistema Jurídico

Segundo NORTH (1990, p. 97) *apud* PINHEIRO (1996, p. 3), as instituições são fatores determinantes da viabilidade da atividade econômica. O respeito aos contratos em tempo hábil e de maneira consistente reduz os custos de transação, diminui a distorção no sistema de preços e estimula os agentes econômicos a ampliar suas atividades financeiras propiciando uma melhor alocação de recursos.

DEMIRGÜÇ-KUNT e MAKSIMOVIC (1998) afirmam que quanto maior o respeito às normas legais, maior a realização de contratos de longo prazo entre credores e empresas. MODIGLIANI e PEROTTI (1999) *apud* DEMIRGÜÇ-KUNT e MAKSIMOVIC (2001, p. 3) dizem que sem um bom sistema legal as transações são concentradas em quem tem poder de *enforcement* privado.

LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY (1997) mostram que países que não protegem adequadamente os credores têm menores mercados de crédito. Isso porque a existência de problemas de assimetria de informação causando seleção adversa e falta de *enforcement* para que os contratos sejam cumpridos, gerando um comportamento oportunista, inibem a concessão de empréstimos para empresas saudáveis e bem dirigidas [CARVALHO (2003, p. 7)].

PINHEIRO (2000, p. 29) afirma que sem uma adequada proteção aos contratos e aos direitos de propriedade há estreitamento da atividade econômica, desestímulo à especialização, à busca por economias de escala e à realização de investimentos e utilização de capital disponível. RYTERMAN *et al.* (1996, p. 15) *apud* PINHEIRO (2000, p. 24) exemplificam tal desestímulo à especialização apresentando evidências de que na Rússia as empresas estão, cada vez mais, buscando uma integração vertical para garantir o pagamento pelos seus produtos. A falta de proteção aos direitos de propriedade e aos contratos insere ainda na atividade econômica riscos adicionais que distorcem o sistema de preços, reduzindo a eficiência com que os recursos são alocados em uma economia de mercado.

LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY (1997) afirmam que apesar de as grandes empresas terem mais acesso a financiamentos externos sob qualquer sistema jurídico, de modo geral a qualidade do ambiente legal tem um efeito significativo sobre a habilidade das firmas em obter crédito.

HAUSSMAN (1996, p. 41) *apud* PINHEIRO (2000, p. 4) afirma que “é cada vez mais amplo o consenso sobre o vínculo entre justiça e desenvolvimento econômico”.

PINHEIRO (2000) coloca que um bom sistema jurídico afeta positivamente o progresso tecnológico, o nível de investimento e a eficiência econômica de um país.

A garantia de proteção da propriedade intelectual estimula a absorção de tecnologia pois facilita sua compra de países mais avançados e encoraja as empresas nacionais a

investirem em projetos de pesquisa e desenvolvimento. Além disso, a segurança de que contratos privados serão cumpridos com presteza e consistência, reduz os custos de transação e estimula os agentes econômicos a ampliar o número de transações em que se engajam e sua atuação geográfica, o que leva a uma difusão mais ampla do conhecimento técnico e tecnológico.

O crédito e o investimento também podem ser estimulados quando os sistemas judicial e legal protegem adequadamente os direitos de propriedade fazendo com que haja mais investimento em capital físico e humano [SCHMIDT-HEBBEL *et al.* (1996) e ALESINA e PEROTTI (1994)]. WILLIAMSON (1995, p. 182) *apud* PINHEIRO (2000, p. 10) afirma que investimentos especializados e duráveis são prejudicados em nações com judiciários problemáticos devido à insegurança relativa aos direitos de propriedade intelectual.

Além disso, um sistema jurídico ineficiente desestimula a poupança e estimula as fugas de capital, reduzindo o volume de fundos disponíveis para empréstimos e investimentos [PINHEIRO (1996 e 2001)]. Como coloca MAKLER (1996) *apud* PINHEIRO (1996, p. 16) sem segurança de que serão feitos cumprir os contratos, os agentes privados não estarão dispostos a participar de investimentos especializados de longo prazo reduzindo o volume de investimentos e, conseqüentemente e mais importante para este trabalho, o volume das operações de crédito. Os investimentos específicos e de longo prazo também são avaliados por LEVY e SPILLER (1994) *apud* PINHEIRO (1996) que constata que um judiciário forte e independente é necessário para que sejam realizados.

Por exemplo, a forte presença estatal na economia brasileira em décadas passadas era não só uma opção de política econômica, mas, também a única saída para o desenvolvimento dada a fragilidade de nossas instituições. Os agentes privados não estavam dispostos a entrar em contratos de longo prazo pois o país vivia um ambiente jurídico extremamente instável. Já o governo, à medida que comandava grande parte desses contratos de longo prazo, tinha poder suficiente para ignorar os riscos jurídicos e econômicos de suas decisões. Portanto, para uma transição de um modelo centralizador para um modelo voltado ao mercado, é fundamental que se corrijam as distorções que impediam os entes privados de atuar e promover o desenvolvimento. Ou então grandes frustrações continuarão a vir [PINHEIRO (2001, p. 20)].

A demanda por crédito pode ser ainda comprimida pois, segundo PINHEIRO (1996, p. 21), dada a existência de um sistema legal e judicial disfuncional, os agentes econômicos podem optar por manter parte da ou toda a capacidade de produção ociosa como, por exemplo no mercado imobiliário no Uruguai e no Brasil que apresenta um grande número de residências desocupadas devido ao receio dos proprietários de não ser possível recuperar a posse desses imóveis [HOLDEN e RAJAPATIRANA (1994, p. 51)].

Outro exemplo colocado por PINHEIRO (2000, p. 23) é a situação de setores intensivos em mão-de-obra que relutam em adotar projetos de investimento devido à extrema proteção desfrutada pelos trabalhadores que tornaria o custo de um projeto superestimado mais elevado do que o habitual.

A influência de um sistema judicial precário no desenvolvimento do país se dá ainda pela via da redução da eficiência das transações econômicas. Como diz PINHEIRO (2000, p. 21) “os altos riscos e custos de transação ocasionados pelo mau funcionamento da justiça distanciam o sistema de preços do país dos padrões internacionais, distorcendo a alocação de recursos”.

O consumo pela sociedade de recursos escassos que poderiam ser direcionados à melhoria do bem estar social é uma outra face apontada por PINHEIRO (2000) da ineficiência judicial. Quanto mais ineficaz for o sistema judicial de um país mais tempo e dinheiro, das partes e dos intermediários (advogados, juízes, e outros), são requeridos para resoluções litigiosas de conflitos. Para evitar tais custos, as empresas despendem recursos vultosos em busca de clientes e fornecedores mais confiáveis. Os negócios entre empresas privadas e governos também são prejudicados, em especial em países em que o judiciário goza de pouca independência do executivo, fazendo com que as transações sejam mais simples e os custos de contratação mais elevados devido à preocupação de prever todas as contingências possíveis e acordar previamente as maneiras de resolvê-las. Como colocam SHEPHERD, SHERWOOD e SOUZA (1994, p. 14) *apud* PINHEIRO (2000, p. 22) há ainda um grande dispêndio de recursos proveniente da necessidade de monitoração do comportamento das partes dada a “ausência da disciplina silenciosa imposta por fortes mecanismos de cumprimento de contratos”.

A capacidade do judiciário de um país de proteger os direitos de propriedade é fundamental para o desenvolvimento do mercado de crédito e para o crescimento do país.

PINHEIRO (2000, p. 8) conceitua um bom sistema legal e judiciário como aquele que define e protege os direitos de propriedade, estabelece regras para a negociação desses direitos, define regras de entrada e saída do mercado e promove e regula a competição.

KNACK e KEEFER (1995) *apud* PINHEIRO (2001, p. 15) afirmam que a garantia aos direitos de propriedade estimula o crescimento pois encoraja os investimentos e eleva a produtividade total dos fatores. Eles estimam que uma melhoria de um desvio padrão no índice de proteção aos direitos de propriedade por eles utilizado, elevaria a taxa de crescimento do PIB em 1,2 ponto percentual e concluem que a proteção aos direitos de propriedade é tão relevante para o crescimento de uma economia nacional quanto o nível de educação da população.

PINHEIRO (2001) através de uma pesquisa sobre a percepção de empresários a respeito do judiciário no Brasil estima que devido à ineficiência jurídica a economia brasileira cresce a taxas 20% inferiores do que as que alcançaria se tivesse o que o autor classificou como “um judiciário de primeiro mundo”. GUISSARRI (2000) *apud* PINHEIRO (2001) estima que a Argentina crescerá a taxas 54% maiores do que as verificadas se dispusesse de um judiciário com “padrões de primeiro mundo”. Já AITH (2000, p. 90) cita um executivo do setor financeiro que afirma que os negócios do banco teriam uma expansão de 20 a 40% nessa situação. A conclusão semelhante chegam BRUNETTI e WEDER (1995) *apud* PINHEIRO (1996) que afirmam que a elevada instabilidade legal e política leva a taxas de crescimento inferiores.

MAURO (1995) *apud* PINHEIRO (2000) também analisa instituições políticas e conclui que há uma forte associação negativa entre corrupção e investimento e crescimento. AITH (2000) mostra a visão de executivos de bancos que ameaçavam deixar o estado do Maranhão devido a fortes indícios de corrupção do judiciário.

LAMOUNIER, PINHEIRO e SADEK (2000) realizaram uma ampla pesquisa com empresários para buscar sua percepção a respeito do judiciário brasileiro. Os autores focaram sua análise no acesso e nos custos de se recorrer ao judiciário para a resolução de conflitos; na duração dos processos, qualidade, previsibilidade e possibilidade de recursos; e na qualidade dos resultados. Suas análises mostraram que a morosidade do judiciário é percebida como o maior problema para os entrevistados (91% consideram ruim o grau de agilidade) e que os custos de acesso não se constituem em empecilho maior que dificulta o acesso aos tribunais.

Alguns outros dados levantados são notáveis como o tempo de duração dos processos. Processos na Justiça do Trabalho levam em média 31 meses para serem concluídos, na Justiça Estadual 38 meses e na Federal 46 meses. AITH (2000) realizou uma pesquisa sobre o impacto do sistema judiciário nas atividades de instituições financeiras e afirma que, não raro, uma ação de cobrança ou de execução leva até oito anos, sendo que um dos bancos analisados tem ações que estão tramitando há mais de dez anos. Natural é a constatação de que os acordos são práticas comuns de encerramento de litígios. Cerca de 29% dos empresários entrevistados por LAMOUNIER, PINHEIRO e SADEK (2000) afirmaram que tiveram investimentos prejudicados devido a processos judiciais. Em que pese o viés natural desse tipo de pesquisa, são dados que expressam um alto grau de descontentamento com o judiciário brasileiro.

PINHEIRO (2000) relata uma pesquisa feita com empresários brasileiros buscando avaliar a percepção deles sobre o judiciário e os impactos do seu funcionamento na economia. Mais uma vez a morosidade é colocada como o principal problema do judiciário brasileiro, porém, confirmando os resultados de LAMOUNIER, PINHEIRO e SADEK (2000), muitas vezes os empresários se beneficiam dessa morosidade, em especial para a postergação do pagamento de tributos. Segundo a pesquisa, a falta de agilidade é um problema cultural do poder judiciário pois são exigidos procedimentos complexos e naturalmente lentos até para os casos mais simples e há uma certa acomodação dos participantes (juízes, advogados e outros) ao lento ritmo dos processos.

Os entrevistados por PINHEIRO (2000, p. 94) relatam que a falta de consistência das decisões jurídicas permite tal comportamento oportunista. Eles apontam que muitas decisões são tendenciosas – devido a politização ou corrupção, por exemplo – mas ainda assim percebem uma certa melhoria nos padrões éticos das cortes.

O grau de imparcialidade tem uma avaliação média regular, sendo mais bem percebido que o impacto dos custos do litígio.

AITH (2000, p. 89) relata que na opinião de executivos da área financeira, além da morosidade, sérios problemas advêm da influência política dos tribunais, como em casos comuns no Rio Grande do Sul em que juízes insistem em acatar argumentos baseados na limitação de cobrança de juros em 12% ao ano, conforme o artigo 192 da Constituição, mesmo tendo o Supremo Tribunal Federal já se pronunciado a respeito da falta de

regulamentação de tal artigo. O autor afirma ainda que os entrevistados mostraram perceber claros indícios de irregularidades e corrupção, como no caso das condenações superiores a um bilhão de reais impostas aos bancos no Maranhão, e de falta de transparência, como nos processos de concordata da Mesbla e do Grupo Santos, como graves problemas do judiciário brasileiro.

Uma das maneiras mais utilizadas pelos bancos para tentar reduzir a interferência negativa que um litígio judicial lhes causa é a utilização do instrumento de alienação fiduciária que permite que o credor tome o bem dado em garantia por um empréstimo sem a necessidade (em tese) de longos processos judiciais.

PINHEIRO (2000, p. 52) mostra que a reação ao mau funcionamento do sistema legal se dá mais por elevação de preços do que por racionamento de quantidades, o que em última análise também restringe a quantidade transacionada.

A utilização de processos particulares de arbitragem não é eficaz segundo os entrevistados pois a lei não proíbe que após a decisão de uma câmara de arbitragem as partes recorram aos caminhos comuns do judiciário. Por outro lado, os acordos são preferidos às disputas judiciais por 88% dos entrevistados. Visão semelhante colhe NUNES (2000) em uma análise de micro e pequenas empresas brasileiras que consideram o judiciário muito lento e caro. Segundo a autora tais empresas só recorrem ao judiciário para se defenderem de processos ou autuações que considerem injustas. Nos demais casos costumam buscar uma solução negociada e chegam no máximo a protestar em cartório títulos vencidos de crédito.

PINHEIRO (2000, p. 52) afirma que o Executivo também é mal visto em relação ao desempenho judicial. Os entrevistados acreditam que as sentenças contra o Executivo não são aplicadas e se sentem pouco protegidos do arbítrio governamental, fato comum bastante explorado na literatura.

O autor conclui que os entrevistados não percebem impacto significativo do judiciário nas decisões de investimento das firmas apesar de considerar seu funcionamento precário. BRANDÃO (2000) chega à mesma conclusão em análise de pesquisas realizadas com exportadores brasileiros.

Segundo PINHEIRO (2000, p. 56) o setor que mais se sente afetado é o de empresas privadas e nacionais. De modo geral os empresários consideram que a ineficiência judicial

afeta mais a economia brasileira do que suas firmas em particular. Na verdade demonstram que muitas vezes a competitividade da firma pode ser elevada pela exploração das deficiências jurídicas como no caso de adiamento do pagamento de impostos e contribuições sociais. Ao classificar os problemas mais graves que as empresas enfrentam, os entrevistados apontaram o mau funcionamento do judiciário como o terceiro maior problema, junto com a falta de infra-estrutura, o que mostra que apesar de não ser prioritário, é de grande importância.

A principal maneira que os entrevistados apontaram para evitar eventos que possam causar litígios é a cuidadosa seleção dos parceiros de negócios. A utilização de garantias não se mostrou um mecanismo bem recebido. Outra estratégia revelada para evitar problemas é a contratação de menos mão-de-obra e a reticência em negociar com o setor público.

BRANDÃO (2000, p. 67) afirma que a utilização de cartas de crédito, de seguros de responsabilidade civil e de câmaras de arbitragem são as maneiras mais utilizadas pelos empresários ligados ao comércio internacional para se manterem distantes das cortes. Segundo sua pesquisa, o fato de o comércio internacional lidar com diferentes sistemas legais impulsiona a utilização de tais câmaras de resolução de disputas, já que esses empresários consideram que o recurso ao judiciário de qualquer país é muito caro e demorado.

O efeito da ineficiência jurídica é constatado por BRANDÃO (2000, p. 71) de duas formas. Primeiro pela indicação dada pelos entrevistados de que caso uma empresa situada em um país considerado de risco jurídico não tenha uma carta de crédito de um banco de primeira linha, dificilmente negócios serão concretizados, e seriam caso o judiciário fosse confiável. Por outro lado, o autor constata que para o caso de investimentos diretos, o judiciário é sempre fonte de preocupação.

Buscando avaliar o impacto econômico da uma melhoria do sistema jurídico, PINHEIRO (2000) estima os efeitos de uma mudança de qualidade do judiciário brasileiro para “padrões de primeiro mundo”. O autor conclui que haveria uma melhoria “moderada” no nível de investimento, de emprego, no volume de negócios com o Estado, na utilização de terceirização e na amplitude de parceiros com quem as empresas transacionam. Em termos numéricos as estimativas são de um crescimento de 18,5% no volume de negócios, 13,7% nos investimentos, 12,3% no nível de emprego, 13,9% nas atividades terceirizadas e 13,7% na negociação com o Estado.

Assumindo que os resultados da pesquisa se aplicam aos setores não contemplados, o autor conclui que a produção nacional cresceria 18,6%, e o emprego 13,1%. Em uma análise mais conservadora, assumindo uma reação à melhoria do judiciário nos setores não pesquisados equivalente à metade estimada para os setores analisados, o autor conclui que o investimento se elevaria em 10,4%, o emprego em 9,4% e a produção em 13,7%, o que faria a taxa de crescimento do PIB brasileiro se elevar em cerca de 25%.

Esses impactos considerados moderados pelo autor são na verdade excepcionais. Tome-se por exemplo o nível de desemprego médio de 2003 de 12,3% [IBGE (2004)] e aplique-se uma elevação do nível de emprego de 9,4% e o resultado será uma redução da taxa de desemprego para 4,1%. Uma redução do desemprego da ordem de 67%!

Uma outra face do mau desempenho judiciário é a elevação de custos administrativos das empresas e bancos. LAMOUNIER, PINHEIRO e SADEK (2000, p. 44) relatam que 48% dos entrevistados afirmaram que suas empresas mantêm departamentos jurídicos próprios, 72% recorrem regularmente a serviços externos de advocacia para resolução de litígios e 81% com fins consultivos.

É natural que empresas que se defrontem com um sistema judicial fraco recorram a outros meios de resolução de conflitos, porém 66% dos entrevistados não incluem em seus contratos cláusulas de arbitragem.

Os mercados de crédito são particularmente afetados por um sistema jurídico ineficiente devido à grande possibilidade de ocorrência de problemas de seleção adversa e à grande dependência que têm de *enforcement* externo. A ineficiência do sistema jurídico pode tornar muito difícil a obtenção das garantias oferecidas como contrapartida dos empréstimos fornecidos [PINHEIRO (1996) e SHEPHERD, SHERWOOD e SOUZA (1994) *apud* PINHEIRO (1996)]. As operações de crédito de longo prazo são ainda mais sensíveis à qualidade do sistema jurídico, uma vez que são contratos de longo prazo, naturalmente incompletos e, portanto dando margens a conflitos entre as partes.

LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY (1998, p. 34) relatam que o *enforcement* está intimamente ligado à família legal que originou o sistema jurídico do país. Eles afirmam que os países com o maior grau de *enforcement* são os que têm seu sistema legal originário do Direito Civil Alemão e os Escandinavos. Os que seguem o Direito Comum

também têm um alto grau de *enforcement*. Já os que adotam o Direito Civil Francês têm o pior resultado nesse quesito.

Em um trabalho anterior LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY (1997) procuram avaliar o impacto da família legal a que pertence o país na capacidade de financiamento externo das empresas. Eles confirmam a hipótese de que os países que utilizam o Direito Comum propiciam um grau de acesso aos mercados acionários superior ao verificado em países que seguem outras famílias legais. Nos países de Direito Comum o valor das ações detidas por acionistas externos às empresas é de 60% do PIB, enquanto nos de Direito Civil Alemão esse percentual é de 46%, nos escandinavos de 30% e nos países de Direito Civil Francês de apenas 21%. Analisando também a quantidade de empresas listadas e o número de ofertas iniciais de ações os autores chegaram a resultados semelhantes em que o sistema de Direito Comum se mostrou sempre mais favorável ao desenvolvimento da intermediação financeira que o Direito Civil Francês.

Analisando o comportamento dos mercados de dívida, os autores percebem que as empresas de países que utilizam o Direito Civil Alemão possuem o maior percentual de dívida sobre o PIB (97%), seguidos pelos de Direito Comum (68%), pelos escandinavos (57%) e, mais uma vez com o pior índice, os de Direito Civil Francês (45%). Os autores utilizam um índice de direitos dos credores e um índice de *enforcement* legal para avaliar suas influências sobre o volume de crédito sobre o PIB. Eles concluem que a associação entre os direitos dos credores e a razão entre crédito e PIB é tênue, enquanto o *enforcement* parece ser bastante importante na determinação da disponibilização de crédito.

STIGLITZ (1994) *apud* CABRAL e PINHEIRO (1998, p. 5) afirma que contratos executáveis, entre outras características, são fundamentais para que os mercados financeiros sejam o cérebro do sistema econômico. Disso podemos derivar que quando uma economia, de um país em desenvolvimento por exemplo, faz reformas para se tornar mais orientada aos mercados, ela deve priorizar as reformas institucionais, em especial do seu sistema jurídico, de modo a possibilitar que o mercado atinja o funcionamento esperado. SUMMERS e THOMAS (1993, p. 249) *apud* PINHEIRO (1996, p. 4) afirmam “O estabelecimento de um sistema legal e judiciário que funcione bem e garanta os direitos de propriedade é um complemento essencial para as reformas econômicas”. WILLIG (1994, p. 156) *apud* PINHEIRO (1996, p. 4) compartilha dessa visão ao afirmar que, para serem efetivas, as

privatizações requerem instituições apropriadas. LEVY e SPILLER (1994, p. 218-219) *apud* PINHEIRO (1996, p. 17) dizem que uma condição necessária para um grande volume de investimentos privados em setores de infra-estrutura (*utilities*) é que haja uma adequada proteção contra a expropriação pelo governo. PINHEIRO (1996 e 2001) acompanha afirmando que à medida que o Estado transfere atividades anteriormente realizadas por ele para a iniciativa privada, aumenta a necessidade de um sistema jurídico eficaz, que proteja e faça cumprir direitos e contratos, e que um bom judiciário é mais importante ainda para uma economia que acabou de adotar reformas liberalizantes do que para economias que já as adotaram há tempos.

PINHEIRO (2000) alerta que o impacto do funcionamento do sistema legal de um país em sua economia pode variar de acordo com alguns fatores. A disponibilidade de mecanismos alternativos ao judiciário para assegurar o cumprimento dos contratos e o respeito aos direitos de propriedade é um fator que atenua a influência do judiciário. Um exemplo é a atuação das agências de análise de crédito que coletam, tratam e vendem informações sobre o histórico de pessoas e empresas para que outras pessoas e empresas tenham mais segurança sobre sua contraparte em negócios que envolvam crédito. À medida que o custo dessas informações é reduzido por ganhos de escala e eficiência, e a eficácia no seu uso é melhorada, surge uma fonte acessível de informações que minimiza o risco de que haja a necessidade de se recorrer ao judiciário para resolver eventuais conflitos. Esse tipo de serviço é, antes de tudo, um arranjo promovido pelo mercado para suprimir e aproveitar uma falha nas instituições jurídicas do país.

Um outro fator que atenua a influência do judiciário é a preocupação em manter a reputação. Em setores caracterizados por transações repetitivas e em que o relacionamento entre cliente e fornecedor seja claro, a reputação é um forte inibidor de comportamentos oportunistas.

LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY (1998) também consideram alguns fatores atenuantes do fraco judiciário como a exigência legal de distribuição obrigatória de dividendos e de manutenção de uma reserva legal e verifica que tais regras parecem ser utilizadas como paliativos legais frente a um sistema judiciário que pouco protege os credores. Eles constataam ainda que quanto pior a proteção aos credores, maior é a concentração de propriedade das empresas.

PINHEIRO (2000, p. 52) coloca que o impacto de um judiciário ineficiente depende também da maneira como os agentes econômicos reagem a esse fato e cita como exemplo o caso do crédito bancário. Se os bancos reagem elevando os preços (*spreads*) os recursos tenderão a ser mais bem alocados em comparação com a hipótese de reduzirem a oferta de crédito. Estudos mostram que a elevação de *spreads* devido ao mau funcionamento do judiciário é substancial. Para os fins deste trabalho, no entanto, tal diferenciação de reação não é fundamental pois a elevação do preço do dinheiro faz naturalmente com que a demanda por esse dinheiro seja reduzida, reduzindo também, assim como no caso de redução da oferta, o volume total de crédito da economia.

O nível de complexidade das transações que são realizadas no país também influencia o impacto do mau funcionamento do judiciário [NORTH (1991) e SHEPHERD, SHERWOOD e SOUZA (1994) *apud* PINHEIRO (2000)]. Economias em que poucas são as transações de alta complexidade e que necessitam de pouco aparato contratual são menos sensíveis a deficiências judiciais. Assim como no caso das agências de informações creditícias, é de se supor que tais economias não promovam operações de maior complexidade justamente devido à insegurança institucional advinda do sistema jurídico. DEMIRGÜÇ-KUNT e MAKSIMOVIC (2001) notam que o efeito do desenvolvimento dos mercados de capitais é altamente relacionado ao nível de complexidade do ambiente contratual do país.

Outros dois fatores podem influenciar o impacto do funcionamento do judiciário em uma economia nacional. Empresas que enfrentem outros problemas sérios como um ambiente de alta inflação ou que tenham sua expansão restringida por falta de infra-estrutura. DEMIRGÜÇ-KUNT e MAKSIMOVIC (1998) constatarem em sua pesquisa com dados de 1980 a 1991 que nem no Brasil nem no México, os países com as maiores taxas de inflação de sua amostra, o crédito, tanto de curto prazo quanto de longo prazo, é importante para relaxar as restrições ao crescimento das empresas.

A verticalização pode ocorrer ainda não como uma resposta à insegurança jurídica mas como uma consequência de estímulos governamentais. A extensão da participação governamental na economia nacional também é um fator atenuante das deficiências do judiciário e, assim como outros, mostra uma relação de mútua causalidade. Um poder público que tenha uma ampla ação na economia faz com que o judiciário seja menos importante na

resolução de conflitos pois a via administrativa muitas vezes é suficiente para dirimi-los. Por outro lado, em uma nação marcada pela ineficiência do seu sistema jurídico, os agentes privados se retrairão fazendo com que o Estado assuma grande parte das atividades, em especial as que envolvem compromissos complexos e de longo prazo.

COASE (1988, p. 27) sustenta que o governo influencia as ações dos agentes econômicos quando promove mudanças na lei ou em sua administração. PINHEIRO (2000, p. 25) vê a importância do sistema legal e judicial de um país relacionada à atuação do governo de três maneiras. A primeira é garantir que os direitos privados de propriedade serão respeitados e protegidos de expropriação pelo Estado. A segunda é a capacidade do judiciário de reduzir a instabilidade das políticas e de melhorar sua qualidade. A terceira maneira é aumentar a flexibilidade e a credibilidade da política econômica.

A garantia contra expropriação pelo Estado é uma das maneiras que o bom funcionamento do judiciário tem de incentivar o crescimento econômico mais citadas na literatura. Como parte poderosa na atividade econômica e política de um país, o risco de que haja um conflito de agência entre o Estado e sua contraparte privada deve ser minimizado por um sistema legal que garanta o cumprimento dos contratos. Segundo PINHEIRO (2000), para limitar os incentivos ao comportamento oportunístico e reduzir o grau de liberdade que os governos têm para agir assim os países adotam três mecanismos: estabelecem limites legais que reduzem a liberdade da qual o Estado goza para administrar a lei conforme seus interesses; estabelecem regras e procedimentos para que possa haver mudanças nas leis; e criam e dão suporte a instituições capazes de fazer valer tais mecanismos.

PINHEIRO (2000, p. 26) afirma que na presença de sistemas legais e judiciais ineficientes a política econômica tende a ser mais intervencionista e cita GRAY (1991, p. 775) que diz que em países menos desenvolvidos certas formas de regulação direta e políticas governamentais intervencionistas podem ser interpretadas como substitutos de um sistema judicial eficaz.

A atuação do sistema legal e judicial, ainda que deva ser no sentido de limitar o arbítrio governamental e fazer respeitar direitos de propriedade e contratos, não pode ser um fator de excessiva rigidez na adoção de políticas econômicas. Em um ambiente dinâmico é necessário que os governos tenham certa liberdade para atuar. É nesse sentido que PINHEIRO (2000, p. 27) coloca que um sistema judicial eficiente trás a segurança necessária para os

agentes econômicos privados, sem eliminar a necessária flexibilidade de que os governos devem dispor para enfrentar os momentos difíceis.

É importante notar que, conforme PINHEIRO (1996, p. 5), para que os contratos sejam executáveis, são necessários, além um bom sistema judicial, advogados competentes, em especial na elaboração desses contratos. PINHEIRO (2000) adiciona a qualidade dos métodos contábeis de modo que permitam a verificação pelos tribunais do cumprimento dos contratos.

Estudos realizados para avaliar os efeitos da modificação feita em 1994 na legislação americana como o de BERKOWITZ e WHITE (2002) *apud* CARVALHO (2003, p. 19) mostram que ao retirar direitos dos credores a modificação do código elevou as taxas de juros cobradas nos financiamentos e reduziu o volume de crédito disponível. SHLEIFER e VISHNY (1996) *apud* CABRAL e PINHEIRO (1998) mostram como o não cumprimento de contratos reduz a propensão a pagar dos devedores e, com isso, a propensão a emprestar dos credores, encolhendo o mercado de crédito.

NORTH (1992, p. 8) *apud* CABRAL e PINHEIRO (1998, p. 6) afirma que “a dificuldade em se criar um sistema judicial relativamente imparcial que torne os acordos viáveis tem sido um empecilho fundamental no caminho do desenvolvimento econômico. No mundo ocidental, a evolução dos tribunais, dos sistemas legais e de um sistema relativamente imparcial de execução judicial teve um papel fundamental, na medida em que permitiu o desenvolvimento de um sistema contratual complexo que pôde ser estendido ao longo do tempo e espaço – um requisito essencial para a especialização econômica.” O mercado de crédito é, claramente, um tipo de transação que exige um sistema contratual complexo e intemporal. CLAGUE *et al.* (1995) *apud* CABRAL e PINHEIRO (1998) adotam a sugestão, na linha de NORTH (1992), feita por WILLIAMSON (1995) de que a qualidade do sistema judiciário pode ser indiretamente avaliada pela complexidade das transações econômicas que suporta, e concluem que quanto maior a relação entre “moeda contratual-intensiva” sobre o PIB, maior a taxa de crescimento do país.

PINHEIRO (1998) *apud* CABRAL e PINHEIRO (1998) conclui que as ineficiências na execução dos contratos reduzem o volume e aumentam o custo de crédito em um país. Conforme nota CARVALHO (2003), a eficácia da existência de garantias depende da eficácia no processo de retomada das mesmas. CABRAL e PINHEIRO (1998) afirmam que os

procedimentos de execução judicial da cobrança de um empréstimo no Brasil são tão complexos que permitem muitas maneiras de postergar a decisão, criando um incentivo para o inadimplemento das dívidas. Características como o excesso de formalismo na redação de contratos e corrupção, muitas vezes usadas para facilitar a transação de processos, também são apontados como fatores prejudiciais ao desenvolvimento dos mercados de crédito no Brasil.

PINHEIRO (2000) cita pesquisas do IBGE, em 1990, e do IBOPE, em 1993, que mostram a falta de confiança da população no judiciário brasileiro. Segundo o IBGE, dois terços da população prefere não recorrer ao judiciário em casos de conflito. O IBOPE constata que 87% dos entrevistados acreditam que o problema da justiça brasileira não são as leis, mas a lentidão dos processos e que 80% das pessoas acreditam que há um tratamento favorável aos ricos em detrimento dos pobres. Ainda que tais pesquisas não tratem apenas com profissionais diretamente ligados a tarefas de concessão e captação de empréstimos, elas nos fornecem uma percepção geral da população brasileira bastante desfavorável ao sistema legal do país.

FACHADA, FIGUEIREDO e LUNDBERG (2003) argumentam que um judiciário forte e eficiente pode favorecer a oferta de crédito em um país bem como reduzir os *spreads* bancários. Dois dos principais componentes do custo de crédito no Brasil destacados por eles são a inadimplência e a base jurídica para renegociação ou recuperação de dívidas. Ambas poderiam ter seus nocivos efeitos minimizados por um sistema jurídico efetivo. Os autores colocam a morosidade e os custos do judiciário como fator determinante da influência do desempenho da justiça para o mercado de crédito. Como exemplo, PINHEIRO (2001, p. 10) coloca que uma dívida que seja cobrada judicialmente pode demorar de 8 a 10 anos para ser liquidada.

Além dos custos judiciais diretos, a estrutura necessária que uma instituição financeira deve manter para lidar com a quantidade de interações que é forçada a ter com o judiciário é tanto maior quanto mais ineficiente for o judiciário do país. AITH (2000, p. 88) diz que um executivo do setor financeiro de um banco com matriz nos Estados Unidos afirma que no Brasil são contratados cinco vezes o número de funcionários contratados pela matriz nos Estados Unidos para funções administrativo-jurídicas. Esses custos são, naturalmente, repassados ao *spread* da instituição, elevando o custo de crédito e diminuindo a atividade de seu mercado.

Toda essa insegurança contratual a respeito do funcionamento da justiça faz com que os bons tomadores arquem com custos substancialmente mais elevados para obterem os financiamentos que lhes são necessários.

STULZ e WILLIAMSON (2001) *apud* BECK, DERMIGÜÇ-KUNT e LEVINE (2002b, p. 1) notam que os países cujo sistema legal é de origem inglesa são basicamente protestantes e que os que têm sistema legal de origem francesa são, em sua maioria, católicos. Sendo assim, os autores argumentam que a origem legal não é relevante *per se*, sendo apenas uma representação (*proxy*) de diferenças religiosas e culturais, estas sim relevantes. DERMIGÜÇ-KUNT e LEVINE (2003) *apud* BECK, DERMIGÜÇ-KUNT e LEVINE (2002a) mostram que a origem legal é robustamente ligada ao desenvolvimento de um país mesmo após controles para a religião e outras características nacionais.

BARCELOS e CARVALHO (2002), analisando dados de balanços de empresas brasileiras de 1994 a 1998, afirmam que a eficiência do poder judiciário na Unidade da Federação em que se encontra a sede da empresa é fator determinante no acesso ao crédito, fazendo com que empresas nas Unidades da Federação em que o judiciário é menos eficiente tenham mais dificuldade em obter crédito. Eles utilizam uma medida de eficiência do judiciário derivada dos dados de PINHEIRO (1998) sobre morosidade, imparcialidade e custos. Dentre esses três fatores de avaliação do judiciário, os autores concluem que custos e morosidade são os mais relevantes na determinação do volume de crédito na Unidade da Federação. Essa análise se baseou no fato de que, apesar de a Lei de Falências ser federal, sua aplicação, e portanto, a prontidão com que os credores podem se apossar das garantias que lhes foram oferecidas, depende dos tribunais de cada Unidade da Federação.

O aspecto da intermediação financeira que mais é influenciado pela ineficiência judicial é o risco de crédito. Como coloca AITH (1998) *apud* CABRAL e PINHEIRO (1998, p. 30) a ineficiência judicial é um “fator limitante à expansão das atividades do setor [de crédito] e, mais importante, aumenta consideravelmente o spread bancário – em até 30%, dependendo da situação.” CABRAL e PINHEIRO (1998, p. 36) concluem que “a ineficiência judicial tem um claro impacto negativo sobre o volume de crédito concedido pelas instituições financeiras”.

Da mesma maneira, DEMIRGÜÇ-KUNT e MAKSIMOVIC (1998) concluem que nos países em que o sistema jurídico é mais eficiente é maior o volume de crédito disponível.

Segundo o Banco Central do Brasil, o *spread* médio nas operações de crédito com empresas era de 16,2% ao ano em dezembro de 2002. Se a recuperação ou renegociação dos créditos vencidos fosse assegurada pelo sistema judicial, esse *spread* poderia ser reduzido para cerca de 9,2% ao ano, o que elevaria substancialmente o volume de crédito na economia brasileira [Banco Central do Brasil (2002) *apud* FACHADA, FIGUEIREDO e LUNDBERG (2003)].

Ainda segundo FACHADA, FIGUEIREDO e LUNDBERG (2003), a falta de apoio do sistema judiciário a alternativas informais de salvamento da empresa que atravessa dificuldades financeiras, a rigidez do processo de concordata e o sucateamento dos ativos da empresa em processo de falência decorrente da sua demora são fatores críticos na recuperação da empresa e, conseqüentemente, no retorno ao adimplemento. A concordata também não presta seu serviço pois é demasiadamente rígida e não permite que o judiciário aceite alternativas informais de salvamento, muitas vezes mais eficientes. Essa visão é compartilhada por CARVALHO (2003, p. 30) que afirma ainda que a atual legislação é ineficiente pois afasta do processo de reestruturação os credores da empresa e dificulta a obtenção de novos empréstimos.

No Brasil, especificamente, a legislação é atrasada e ineficaz [CABRAL e PINHEIRO (1998)], produto de um poder legislativo que não percebe as demandas da sociedade em tempo hábil e, quando as percebe, age, muitas vezes, visando agradar grupos sociais mais bem articulados e influentes e sempre visando um certo populismo desinformado.

Muitos administradores se aproveitam da ineficácia legislativa e fiscalizatória publicando balanços muito pouco confiáveis com pouco, ou nenhum, compromisso com a fidedignidade dos dados [BARCELOS e CARVALHO (2002, p.9)]. Com a requisição de concordata ou falência os sócios abrem para si mesmos possibilidades quase irreais de não pagarem as dívidas da empresa, prorrogar o processo de cobrança e alienação de bens dados em garantia enquanto subtraem da empresa o que ainda resta de valor [CABRAL e PINHEIRO (1998, p. 10)].

ARAUJO (2002), citando o modelo americano de reestruturação de dívidas (e empresas) baseado no Capítulo 11 da Lei de Falências (*Bankruptcy Act/Chapter 11*), critica mais uma vez o judiciário brasileiro porque não teria capacidade de coordenação de um sistema tão complexo, devido à possibilidade de excessivos recursos e a um alto custo de

implementação, justificando-se apenas para médias e grandes empresas. Outro problema da lei brasileira é a absoluta prioridade que os créditos trabalhistas e fiscais têm, inclusive sobre créditos comerciais e financeiros dados mediante apresentação de garantias.

Tal tipo de possibilidade de má administração da empresa e desvio de seus recursos é fonte relevante de custos para os credores.

O conhecimento dessas “facilidades” faz com que o credor tenha que fazer grandes concessões ao devedor como forma de evitar que o processo chegue a esse ponto, no que é conhecido como “concordata branca”.

Todos esses fatores fazem com que os credores tenham uma percepção de risco de crédito elevada e a apliquem a todos os demandantes por financiamentos. Reagindo a isso acontece o processo de seleção adversa, no qual, em decorrência dos baixos volumes de crédito e altas taxas de juros estipulados, os financiadores acabam por privilegiar os piores devedores.

Como mostra ARAUJO (2002), em alguns países a proteção legal que os credores recebem é tão grande que lhes permite recuperar o bem dado em garantia imediatamente, tornando a regra em casos de insolvência a divisão dos ativos fixos da firma. Uma postura legal como essa sem dúvida permite que haja uma maior segurança na concessão de empréstimos, propiciando um volume maior de crédito no país. Apesar disso, formulações a respeito do prejuízo social que o fechamento de uma empresa acarreta não devem ser deixadas de lado, ainda que devam ser mais bem ponderadas. A ausência de punição para casos de inadimplência desincentiva o pagamento das dívidas, enquanto uma punição extremamente elevada restringe a demanda por crédito.

2.2 Baixo Nível de Poupança

O crédito bancário disponível para empréstimos às empresas é diretamente dependente do volume de poupança existente em um país. Tal relação é facilmente verificada em qualquer livro-texto de macroeconomia, em que se coloca uma das identidades básicas no trato das contas nacionais que diz que a poupança é igual ao investimento.

Tal relação mostra que o mecanismo por trás da identidade é o fato de famílias consumirem menos do que seus rendimentos líquidos, gerando poupança e que tal poupança é

direcionada a empresas que possuem projetos atrativos mas não dispõem de capital para realizá-los. Dessa maneira, o sistema financeiro, em uma economia minimamente complexa, faz a ligação entre a poupança existente e o investimento desejado através da concessão de financiamentos [DORNBUSCH e FISCHER (1991, p. 59)].

Três são os componentes da poupança total de um país:

- Poupança privada;
- Poupança pública; e
- Poupança externa.

MARTELANC (1998) observa que os países menos desenvolvidos vivem, tipicamente, uma situação de baixo nível de poupança nacional por não terem completado ainda um ciclo apropriado de acumulação de capital. Além disso, muitos países têm governos tão deficitários que retiram parte substancial da poupança para seu próprio financiamento, reduzindo assim as fontes de crédito para o setor privado.

Em diversos países a necessidade de financiamento do setor público retira da economia um montante de recursos bastante volumoso, inibindo o acesso ao crédito por parte das empresas privadas. BALDACCI, CLEMENTS e GUPTA (2003, p. 29) afirmam que uma redução dos empréstimos governamentais para financiar o *déficit* reduz as taxas de juros encorajando a realização de investimentos. Isso pode ser visto através de um simples esquema de contas nacionais.

Sabemos que a poupança total (S) é igual à poupança privada (S_{priv}) mais a poupança pública (S_{pub}) (equação 1). A primeira é composta da renda (Y), deduzida de impostos (T) e do consumo (C) (equação 2), enquanto a segunda é composta da arrecadação do governo, via impostos (T), menos seus gastos (G) (equação 3).

$$S = S_{priv} + S_{pub} \quad (\text{Equação 1})$$

$$S_{priv} = Y - T - C \quad (\text{Equação 2})$$

$$S_{pub} = T - G \quad (\text{Equação 3})$$

A equação 1 pode ainda ser escrita em sua forma mais completa, sendo assim mais útil para o fim aqui proposto (equação 4).

$$S = Y - C - G \quad (\text{Equação 4})$$

Por outro lado temos uma outra identidade fundamental que expressa a relação entre o PIB (Y), e consumo (C), investimento (I), compras governamentais (G) e exportações líquidas (NX) (equação 5).

$$Y = C + G + I + NX \quad (\text{Equação 5})$$

Substituindo a equação 5 na equação 4 temos (equação 6):

$$S = I + NX \quad (\text{Equação 6})$$

Pode-se ver da equação 6 acima que uma redução na poupança nacional leva a uma redução do investimento e/ou a uma redução das exportações líquidas. A relação com o mercado de crédito é, portanto, direta: quando o governo incorre em *déficit*, ou seja, tem uma poupança negativa, a poupança nacional é reduzida a um valor menor que o da poupança privada e menos crédito está disponível na economia, o que eleva as taxas de juros, reduzindo assim o investimento. Essa elevação na taxa de juros causa ainda uma maior procura por títulos nacionais fazendo com que a taxa de câmbio se eleve e diminuindo as exportações líquidas, o que corresponde a uma elevação da poupança externa captada.

Do mesmo modo, uma manutenção dos níveis de poupança pública e uma redução dos níveis de poupança privada traria efeitos semelhantes, levando a menos crédito disponível para financiamentos.

Tal formulação a respeito da influência da poupança pública depende, para ser verdadeira, de algumas hipóteses:

- A redução na poupança pública não pode ser superada pela elevação da poupança privada; e
- A poupança externa não pode responder por todo o ajuste decorrente da redução da poupança interna.

A literatura é controversa a respeito dessas hipóteses e da elevação das taxas de juros. BARTH *et al.* (1991) examina 42 estudos a respeito realizados até 1989 sendo que 17 mostram um efeito positivo e significativo dos *déficits* nas taxas de juros, 19 mostram efeitos negativos ou insignificantes e 6 mostram efeitos variados. Porém, como será visto a seguir, a hipótese mais provável é que o *déficit* público tenha um efeito negativo no mercado de crédito pela redução da poupança disponível.

Além da provável redução da poupança nacional no curto prazo, a estabilidade de *déficits* públicos causará, no longo prazo, uma redução no PNB. Isso pode acontecer de duas maneiras (supondo descartada a equivalência Ricardiana).

Em uma economia completamente aberta, a redução na poupança nacional é plenamente coberta pela elevação do nível de utilização de poupança externa, a taxa de juros não se altera, a taxa de câmbio se eleva e o nível de produção no país permanece estável, mas a distribuição dos resultados dos investimentos sendo feitos será cada vez mais favorável aos investidores externos, devido a uma maior participação de capitais externos na estrutura de financiamento da economia, em detrimento dos internos, causando assim uma redução do PNB, ainda que o PIB não se altere.

Já em uma economia plenamente fechada, a equação 6 nos mostra que todo o ajuste decorrente da redução da poupança nacional se dará com elevação das taxas de juros e redução de investimentos. Em um primeiro momento tal situação provavelmente elevará a renda devido ao maior consumo, porém no longo prazo haverá o que é conhecido como

crowding out, ou seja um *déficit* produtivo na economia devido ao longo período sem investimentos em níveis adequados e uma correspondente redução da renda.

Em uma economia que tenha um grau de abertura entre zero e 100% os dois efeitos (aumento da poupança externa e redução dos investimentos) serão observados, porém cada um deles em menor escala. GALE e ORSZAG (2003, p. 468) colocam que “Na ausência de uma mobilidade perfeita de capitais, a redução na poupança nacional implica em insuficiência de fundos para financiar investimentos dadas as taxas de juros e de câmbio existentes. Esse desbalanceamento pressiona as taxas de juros para cima devido à competição das firmas por uma quantidade limitada de fundos para financiar investimentos.”

BALDACCI, CLEMENTS e GUPTA (2003) observam que as menores taxas de juros decorrentes de um menor *déficit* fiscal elevam os valores dos ativos criando um efeito riqueza que encoraja o consumo e o investimento que é ainda mais impulsionado pelas melhores perspectivas trazidas pela redução esperada de impostos atuais e futuros.

Além disso, como colocam BALL e MANKIWI (1995) a redução do estoque de capital causada pela ocorrência de *déficits* públicos reduz a produtividade marginal do trabalho, uma vez que cada trabalhador tem menos capital com que trabalhar e a produtividade marginal do capital sobe, pois a menor disponibilidade de capital faz com que cada unidade sua seja mais valiosa. Em outras palavras, *déficits* públicos sustentados levam a menores salários reais e a maiores taxas de lucro financeiro.

GALE e ORSZAG (2003, p. 470) citam ainda a potencial instabilidade criada pelo *déficit*. Citando a atual situação norte-americana de reduções temporárias dos impostos como forma de impulsionar a economia eles afirmam que existe uma instabilidade prejudicial inerente às perspectivas de manutenção ou não das reduções de impostos. E, contrariamente ao senso comum, uma transformação dessas reduções temporárias de impostos em permanentes poderia elevar a instabilidade econômica devido à maior preocupação com a maneira como esses *déficits* serão cobertos no futuro. Além disso, o mercado financeiro internacional também passará a olhar com desconfiança uma nação com *déficits* fiscais permanentes podendo levar a fortes pressões nas taxas de juros e no balanço de pagamentos [TRUMAN (2001)].

A estrutura de raciocínio básica para entender a redução da poupança nacional causada pela redução da poupança pública parte do pressuposto de que os gastos governamentais permanecem estáveis após uma redução do nível arrecadatório, o que causa uma elevação na renda disponível para as famílias. Se as famílias pouparem todo o acréscimo de renda obtido, então a elevação da poupança privada eliminará o efeito da redução da poupança pública no agregado da poupança nacional. Dessa maneira, nenhum efeito será sentido na oferta de crédito e a taxa de juros permanecerá no mesmo patamar em que estava antes da mudança de composição da poupança nacional. Essa hipótese é chamada de equivalência Ricardiana [termo cunhado por BUCHANAN (1976) a respeito dos argumentos apresentados por BARRO (1974) baseados nas idéias de RICARDO (1820)].

Caso os agentes econômicos utilizem certa fração do excesso de renda criado para consumo, de acordo com a teoria Keynesiana, e o restante seja poupado, então haverá sim uma redução da poupança nacional que, caso não seja suprida pela absorção de poupança externa levará a uma retração no mercado creditício. Essa hipótese é comumente chamada de visão convencional [ELMENDORF e MANKIW (1998, p. 13)].

ELMENDORF e MANKIW (1998) citam diversos trabalhos que buscaram analisar a validade da equivalência Ricardiana.

Uma das premissas subjacentes à análise de Barro é que os indivíduos procuram ter o mesmo nível de consumo ao longo de toda a sua vida, hipótese conhecida como *Permanent Income Hypothesis* (PIH). Dentre os trabalhos citados podem ser destacados os de CAMPBELL e MANKIW (1989) que, utilizando dados agregados, mostram que o consumo é mais sensível ao consumo atual do que suposto pelo modelo utilizado e HALL e MISHKIN (1982), ZELDES (1989) e CARROLL e SUMMERS (1991) que fazem o mesmo utilizando dados sobre o consumo de famílias. POTERBA (1988), WILCOX (1989) e SHAPIRO e SLEMROD (1995) mostram que as reações das famílias a impostos apresentam desvios econômica e estatisticamente significativos do comportamento predito pelo modelo. Outros como RUNKLE (1991) ATTANASIO e BROWNING (1995) e ATTANASIO e WEBER (1995) argumentam que o modelo de estabilização do consumo é suportado por dados de consumo e renda.

Outra maneira de testar a equivalência Ricardiana é avaliar o impacto da política fiscal nas taxas de juros. Alguns estudos não rejeitam a equivalência Ricardiana como os trabalhos

de PLOSSER (1982, 1987), EVANS (1987a, 1987b) e BOOTHE e REID (1989) que não rejeitaram a hipótese de um efeito nulo da política fiscal nas taxas de juros. BALL e MANKIW (1995) mostram, através de uma modelagem da economia com uma função de produção do tipo Cobb-Douglas que uma redução da dívida governamental de 50% do PIB reduziria as taxas de juros reais em 1,7 pontos percentuais. ELMENDORF e MANKIW (1998) porém, ao analisar tal literatura, citam problemas como a dificuldade em medir as expectativas a respeito do comportamento futuro da política fiscal e a possibilidade de que um mercado internacional de capitais ativo propicie o aumento da poupança externa necessário, eliminando os efeitos nas taxas de juros mesmo que a equivalência Ricardiana não seja válida.

ELMENDORF e MANKIW (1998) concluem a respeito desses trabalhos que eles são “inconclusivos” e “não muito informativos” pois apresentam resultados contraditórios entre si e são muito sensíveis a diferenças de especificações.

Por outro lado, GALE e ORSZAG (2003, p. 464) mostram que estudos que conseguem incorporar as expectativas a respeito da política fiscal revelam uma elevação das taxas de juros entre 0,2 e 0,6 ponto percentual dada a perspectiva de um aumento projetado no *déficit* público de 1% do PIB.

FISCHER (1991) *apud* FISCHER (1993) mostra que o crescimento econômico é positivamente associado com o *superávit* fiscal do país. LEVINE e ZERVOS (1992) e EASTERLY e REBELO (1994) confirmam tal associação. FISCHER (1993) em uma análise *cross-section* múltipla contendo como variáveis independentes medidas da inflação, do *superávit* fiscal, do prêmio no mercado paralelo de câmbio e dos termos de troca também verifica uma relação econômica e estatisticamente significativa entre taxas de crescimento e *superávit* fiscal. O autor estima que um país que tenha um *superávit* fiscal que seja 1% do PIB superior ao de um outro país terá uma taxa de crescimento 0,23% maior.

BALDACCI, CLEMENTS e GUPTA (2003) analisam 39 países de baixa renda que realizaram programas de ajuste com o suporte do FMI na década de 1990 e concluem que, em média, uma melhoria de um ponto percentual na situação fiscal do país em relação ao PIB eleva sua taxa de crescimento em, pelo menos, 0,25 ponto percentual. Uma das razões apontadas para isso é o estímulo ao investimento privado trazido por um tamanho menor do governo, em especial quando sua eficiência é baixa.

Os autores notam ainda a importância da composição da melhoria da situação fiscal do país e afirmam que um ajuste de qualidade é o realizado através da redução de gastos e não da redução de investimentos ou elevação de impostos.

Um outro ponto importante notado pelos autores é a persistência das melhorias na situação fiscal do país. Quanto maior a credibilidade de que os ajustes foram positivos e serão duradouros, melhor para o crescimento do país. Ajustes vistos como de curto prazo tendem a elevar a instabilidade econômica devido à percepção de sua insustentabilidade e de que novas medidas terão que ser tomadas em um curto espaço de tempo, prejudicando o crescimento.

BAER (2003) suporta a idéia de que os *déficits* são importantes na determinação das taxas de juros de curto prazo e de longo prazo, o que refuta a equivalência Ricardiana e suporta a visão convencional de que os *déficits* reduzem o crédito e cita estudos de ELMENDORF (1993) que mostra que uma elevação na expectativa de *déficit* de 1% do PNB eleva as taxas de juros de cinco anos em 0,43 ponto percentual, de CANZONERI, CUMBY e DIBA (2002) que aferem uma elevação entre 0,53 e 0,60 ponto percentual nas taxas de juros de longo prazo em relação às taxas de curto prazo dada uma elevação da previsão de *déficit* do CBO (*Congress Budget Office*) de 1% do PIB, e de COHEN e GARNIER (1991) que mostram que um aumento de 1% na expectativa de *déficit* do OMB (*Omnibus Budget Reconciliation*) eleva as taxas de juros de 10 anos em algo entre 0,53 e 0,56 ponto percentual.

ELMENDORF e LIEBMAN (2000) *apud* GALE e ORSZAG (2003) concluem que a elevação da poupança privada cobre cerca de 25% do aumento *déficit* público e GALE e POTTER (2001), analisando a redução de impostos de 2001 nos EUA estimam o mesmo número em 31%. GALE e ORSZAG (2003) concluem que a maioria dos trabalhos suporta a tese de que uma elevação no *déficit* público causa uma elevação do consumo e uma redução da poupança nacional.

A utilização de poupança externa para re-equilibrar a relação entre poupança interna e investimento depende do grau de abertura financeira do país. Quanto mais ele estiver integrado às correntes internacionais de capital, menos sensível será a curva de oferta de capital, ou seja, uma redução da oferta interna de capital (poupança interna) não causará uma elevação dos preços do capital (taxas de juros) pois o mercado externo fornecerá o crédito necessário.

GALE e ORSZAG (2003) citam estudos de DORNBUSCH (1991), CBO (1997), FELDSTEIN e BACCHETTA (1991), FELDSTEIN e HORIOKA (1980) e OBSTFELD e ROGOFF (2000) que mostram que entre 25% e 40% da redução da poupança nacional é suprida por fluxos externos de investimento.

No Brasil o Estado tem tido seu nível de endividamento, medido pela razão dívida/PIB, crescente nos últimos anos. Em 1994 a dívida líquida do setor público era de 30,0% [GOLDFAJN (2002)] do PIB e em 2003 atingiu 58,2% [BACEN (2004)]. Mesmo desconsiderando os chamados “esqueletos”, é fato que a dívida cresceu. Isso aconteceu por dois motivos principais. Primeiro porque a taxa real de juros tem se mantido elevada durante esse período, aumentando, naturalmente, o serviço e o volume da dívida numa velocidade incompatível com o crescimento do PIB, que foi baixo. Segundo porque o governo teve nesse período inteiro *déficit* nominal, sendo que até 1998 o governo era obrigado a se endividar para pagar despesas e investimentos correntes, ou seja tinha *déficit* primário. A situação melhorou a partir de 1999 quando o governo passou a ter *superávits* primários, ainda que mantivesse a necessidade de aumentar seu endividamento para que fosse possível o pagamento dos juros devidos.

Sendo o governo encarado como o tomador de mais baixo risco na economia brasileira, a taxa utilizada nas suas operações é tida como a taxa básica da economia, ou seja, os demais empréstimos são feitos a taxas maiores, e essa taxa básica tem sido alta não só pela grande necessidade de financiamento do governo, mas também por sua atribuição de controle da inflação.

Como pode ser visto é difícil avaliar o real impacto do *déficit* público sobre os mercados de crédito [BARTH *et al.* (1991)]. Diversos estudos apontam uma elevação da taxa de juros decorrente da redução de poupança disponível, especialmente os que utilizam dados sobre as expectativas de *déficits*, enquanto outros tantos não vêm suporte para tais conclusões. BERNHEIM (1989) *apud* BAER (2003, p. 9) afirma que “é fácil citar um grande número de estudos que suportam qualquer posição concebível”. Tal insegurança a respeito dessa relação é compartilhada por BARTH *et al* (1991) que afirmam que “como as evidências disponíveis sobre os efeitos de *déficits* são variadas, não se pode dizer com completa confiança que os *déficits* públicos elevam as taxas de juros... mas, igualmente, não se pode dizer que não elevam.”

O papel da poupança nacional também é ambíguo. Também é controversa a relação entre poupança nacional e investimentos. Diversos autores apontam que a elevação da poupança nacional precede a elevação dos investimentos, sendo o trabalho de SOLOW (1956) o pioneiro, enquanto outros defendem o contrário como CARROLL e WEIL (1993). De qualquer modo há um certo consenso a respeito da forte correlação entre poupança e crescimento [SCHMIDT-HEBBEL, SERVÉN e SOLIMANO (1996)], e, mais importante neste trabalho é o fato simples de que, o crédito existente em uma economia é diretamente derivado de sua poupança.

Dentro desse contexto de ausência de consenso a respeito do papel da poupança em uma economia nacional este estudo busca contribuir para o conhecimento do seu modo de influência em um fator altamente importante para o aumento dos investimentos e da renda: a disponibilização de crédito.

2.3 Instabilidade Econômica

Outro fator crítico é o nível de previsibilidade das economias nacionais. Como exemplo bastante próximo temos a situação vivida pelo Brasil nos últimos anos. Até 1994 vivemos um período de inflação elevadíssima e após seu controle um período de constantes abalos econômicos. Tamanha incerteza causada por esses dois fatores é extremamente prejudicial à disponibilização de capitais para investimento e mesmo à sua demanda, pois dificulta a previsão dos agentes econômicos dispostos a investir.

2.3.1 Importância Teórica da Estabilidade Econômica

FISCHER (1993, p. 6) analisando o papel de fatores macroeconômicos no crescimento de um país coloca que “a ênfase usual na estabilidade da estrutura macroeconômica (ao invés da ênfase na maneira como ela conduz ao crescimento) sugere que a razão principal que faz com que fatores macroeconômicos afetem o crescimento seja através da incerteza”. Ele sugere que a incerteza pode afetar o crescimento por dois canais distintos: (i) a incerteza macroeconômica induzida por políticas correntes distorce o sistema de preços, reduzindo sua eficiência, o que associado a altas taxas inflacionárias e a instabilidade da poupança pública ou da balança de pagamentos pode reduzir o nível e a taxa de crescimento da produtividade; e (ii) a incerteza temporária a respeito da situação macroeconômica tende a reduzir investimentos, conforme defendem, entre outros, PINDYCK e SOLIMANO (1993) além de

incentivar a fuga de capitais, reduzindo ainda mais a capacidade de disponibilização de crédito e de realização de investimentos no país.

RAMEY e RAMEY (1994) observam que a volatilidade e o crescimento econômico são, por vezes, tratados como áreas de estudos não relacionadas, em especial nos trabalhos desenvolvidos antes da década de 1990.

FATÁS (2002) corrobora essa opinião e sugere que a principal razão para isso deriva da estabilidade das taxas de crescimento e sua aparente independência dos ciclos econômicos nos países industrializados e a falta de um modelo teoricamente aceito e empiricamente válido para analisar os efeitos dos ciclos econômicos no crescimento. Algo semelhante acontece com os estudos sobre volatilidade e crédito, sendo pouca a produção a respeito. O autor analisa os efeitos dos ciclos econômicos sobre o crescimento e verifica que a volatilidade desses ciclos é negativamente correlacionada com as taxas de investimento e crescimento. O autor estima que um terço da influência negativa da volatilidade sobre o crescimento se dá através de sua influência sobre os níveis de investimento.

Nos últimos anos, porém, diversos estudos têm procurado relacionar a instabilidade econômica, medida de diversas maneiras, ao desenvolvimento das economias nacionais e ao funcionamento do mercado de crédito.

AGÉNOR e AIZENMAN (1997), em um modelo desenvolvido para avaliar os efeitos de contágios pós-crises, mostram que um aumento da volatilidade econômica eleva os *spreads* e o custo de obtenção de fundos, causando desemprego e maiores possibilidades de *default*. Analisando ainda alterações no bem-estar causadas por elevações da volatilidade econômica, os autores concluem que países caracterizados por uma maior estabilidade e por um sistema financeiro mais desenvolvido são pouco afetados por problemas econômicos de seus vizinhos e parceiros, mostrando um grau de contágio pequeno.

RAMEY e RAMEY (1994) argumentam que há diversas razões para se acreditar que há sim relação entre crescimento e instabilidade. BERNANKE (1983) e PINDYCK (1991) *apud* RAMEY e RAMEY (1994) realizam análises teóricas sobre empresas e mostram que quando os investimentos são irreversíveis, podem ser postergados e há um elevado grau de incerteza na economia, muitos são adiados, diminuindo o investimento agregado pois a incerteza aliada à irreversibilidade cria um custo de oportunidade de se realizar o investimento

naquele momento. PINDYCK e SOLIMANO (1993) argumentam que o efeito líquido da incerteza econômica sobre as decisões de investimento dependerá da magnitude desse custo de oportunidade relativo a um incremento no valor da unidade marginal de capital. Modelos desenvolvidos por PINDYCK (1988) e BERTOLA (1989) *apud* PINDYCK e SOLIMANO (1993) em que firmas percebem uma curva decrescente de demanda mostram que o custo de oportunidade do investimento, decorrente da abdicação da espera por novas informações, cresce mais rápido que o valor da unidade marginal de capital, resultando em um efeito líquido negativo.

Os autores sustentam ainda que é de se esperar que mudanças nas condições econômicas que afetem o risco percebido dos fluxos de caixa futuros tenham um grande impacto nas decisões de investimento. Eles afirmam que tal impacto pode até ser maior que o ocasionado por mudanças nas taxas de juros, o que sugere que, dada uma meta macroeconômica que vise elevar o nível de investimento na economia no curto e médio prazo, a garantia de estabilidade pode ser mais importante para o cumprimento dessa meta do que certos incentivos de política fiscal e monetária, porém o efeito da instabilidade no longo prazo ainda é difícil de se estimar. Por outro lado, DARBY *et al.* (1998) *apud* SERVÉN (1998) encontram um efeito negativo consistente entre a variação da taxa de câmbio real e investimento, tanto para o curto prazo quanto para o longo prazo.

INGERSOLL e ROSS (1992) *apud* PINDYCK e SOLIMANO (1993) mostraram que para projetos de longo prazo um rebaixamento na estrutura temporal de taxas de juros não vai necessariamente acelerar os investimentos, pois essa redução também reduzirá o custo da espera para investir. RODRIK (1989) analisando impactos de política fiscal sobre o nível de investimentos, mostra que se em cada ano há a probabilidade de que determinada medida de incentivo fiscal que tenha sido tomada seja revertida haverá uma elevação da incerteza que poderá eliminar as boas consequências da própria medida original.

DIXIT e PINDYCK (1994) *apud* SERVÉN (2002) enfatizam a irreversibilidade de muitos projetos de investimento, o que faz com que os custos de ajuste sejam assimétricos, sendo menores para uma elevação de produção do que para uma redução.

BERNANKE (1983) *apud* SERVÉN (2002) argumenta que tal assimetria faz com que os investimentos só sejam realizados quando a diferença entre a lucratividade esperada e o custo do capital ultrapassa um nível mínimo, pois os investidores são relutantes em se

comprometerem com projetos dos quais não poderão sair no futuro caso suas estimativas estejam erradas, diminuindo o investimento agregado.

SERVÉN (2002) argumenta que o impacto da irreversibilidade não é suficiente para sobrepor o impacto positivo que a incerteza tem sobre o investimento. Citando CABALLERO (1991) e ABEL e EBERLY (1994) o autor afirma que mesmo com custos assimétricos pode ser mostrado que o investimento ótimo a ser realizado por uma firma competitiva continua a ser uma função não-decrescente da incerteza. Para reverter tais resultados, ao menos de curto prazo, é necessário que a produtividade marginal do capital seja uma função decrescente do estoque de capital, o que acontece quando não há competição perfeita ou há retornos decrescentes de escala.

Já a alteração da premissa de que os investidores são neutros ao risco por uma que os classifique como com aversão ao risco faz com que seja mais provável que a incerteza tenha um impacto negativo sobre o investimento. Tais conclusões emergem de uma análise com investidores neutros ao risco em que o fator crítico moldando o impacto da incerteza no investimento é a relação entre o produto marginal esperado do capital e uma variável que mensure a incerteza [ZEIRA (1990) *apud* SERVÉN (2002)]. Há ainda que se considerar o efeito de uma possível aversão à decepção como colocado por GUL (1991) e AIZENMANN e MARION (1995) *apud* SERVÉN (2002).

Portanto, pode-se perceber que, de modo geral, as duas premissas que poderiam fazer com que a volatilidade fosse desprezível não se confirmam. Nem a distribuição dos retornos, ou ainda dos valores futuros da lucratividade marginal do capital, são simétricos, pois parece haver uma clara assimetria quando se trata de investimentos irreversíveis, nem os investidores são neutros ao risco, e sim têm aversão ao risco.

Como se trata aqui da importância da instabilidade econômica para o volume de operações de crédito para o setor privado, não é demais lembrar a estreita relação entre crédito e investimento e que poupança é igual a investimento. Mas além disso, a decisão de um banco de disponibilizar crédito para um determinado cliente, por exemplo, nada mais é que uma decisão de investimento. Tendo os tomadores de decisão a respeito da concessão do empréstimo uma postura de aversão ao risco e sendo a distribuição dos retornos assimétrica pois são investimentos muitas vezes irreversíveis, é de se esperar que quanto maior a instabilidade econômica, menor seja o volume de crédito ao setor privado em uma

determinada economia. Tal efeito negativo da instabilidade deve ser ainda mais importante em países caracterizados por um fraco sistema jurídico, conforme visto anteriormente, pois em uma situação de incapacidade de recuperar o valor devido ou ao menos as garantias dadas pelo empréstimo tal irreversibilidade do investimento fica ainda mais clara.

O grau de eficiência do sistema financeiro pode também influenciar o impacto da volatilidade sobre o investimento. Países que contam com um sistema financeiro mais avançado apresentam maiores possibilidades de diversificação de riscos, o que pode favorecer o impacto positivo da volatilidade sobre o investimento. O grau de abertura econômica também parece ser um fator relevante na determinação da influência da volatilidade no nível de investimentos, conforme mostra CABALLERO (2000).

AIZENMAN e POWELL (1997) mostram que um sistema legal ineficiente pode ainda elevar os custos impostos a economias emergentes pela instabilidade econômica mundial, pois quanto menos credibilidade tiver o sistema jurídico de um país, mais afetado será o seu mercado de crédito, e a economia como um todo, por choques externos.

AGÉNOR e AIZENMAN (1997) apresentam evidências de que uma maior volatilidade tende a estar associada a uma redução da atividade econômica. Por outro lado, esse efeito parece ser não-linear, uma vez que os autores concluem que países com baixa volatilidade não são afetados por momentos em que os mercados estão “mais turbulentos”, enquanto países com alta volatilidade podem ser profundamente afetados. Afirmam ainda que uma elevação na volatilidade causa pouco impacto para países de risco muito alto, pois a probabilidade de pagamento de dívidas já é bastante baixa.

Na mesma linha RAMEY e RAMEY (1991) *apud* RAMEY e RAMEY (1994) sugerem que se uma empresa tem que se comprometer com uma tecnologia, a instabilidade pode levar à escolha de menores níveis de produção devido ao risco de se acharem produzindo a níveis sub-ótimos no futuro. Erros de planejamento das firmas [RAMEY e RAMEY (1991) *apud* RAMEY e RAMEY (1994)] e custos de transferência de fatores de produção entre setores [BERTOLA (1994) e DIXIT e ROB (1994)] são alguns dos prejuízos que seriam causados pela instabilidade econômica.

No sentido contrário, citam BLACK (1987), para quem os países optam por um perfil de desenvolvimento com alto retorno e alta variância ou por um modelo de baixo retorno e

baixa variância e MIRMAN (1971) que argumenta que em um ambiente mais instável, há mais propensão à poupança e, portanto a uma maior taxa de investimento.

HARTMAN (1972) e ABEL (1983) *apud* [SERVÉN (2002)] argumentam, na mesma linha, que uma maior incerteza a respeito dos preços fará com que a lucratividade esperada do capital se eleve, elevando também o investimento.

De maneira geral é ambíguo o papel que a incerteza exerce sobre o nível de investimento, além de ser considerável a hipótese de que haja uma relação não-linear em que para baixos níveis de incerteza essa relação seja positiva, enquanto para níveis além de um certo patamar, seja negativa [SARKAR (2000) *apud* SERVÉN (2002)]. O que não levanta dúvidas é a forte relação entre investimento e crédito [SERVÉN (2002)].

O nível inflacionário do país e o nível de sua taxa de câmbio [SERVÉN (1998)] são comumente percebidos como bons indicadores que refletem o grau de estabilidade da economia.

PINDYCK e SOLIMANO (1993) desenvolvem um modelo para analisar a influência da volatilidade sobre os investimentos. Eles calculam a volatilidade da produção, medida pela soma dos valores do PIB e das importações e procuram analisar se essa volatilidade pode ser explicada por diversas variáveis de instabilidade econômica (taxa média de inflação, desvio padrão das variações anuais da taxa de inflação, desvio padrão das variações anuais da taxa de câmbio e desvio padrão das variações anuais das taxas de juros) e política [probabilidade anual de mudança de governo – derivada de CUKIERMAN, EDWARDS e TABELLINI (1992) e os números médios de assassinatos, crises governamentais, greves, revoltas, revoluções e mudanças constitucionais por ano – derivados de BARRO e WOLF (1991)] e concluem que a taxa média de inflação é a que explica com mais robustez a volatilidade. Concluem, por consequência, que a inflação é o indicador analisado com maior poder de explicação sobre o investimento, especialmente em períodos de alta inflação, considerado por eles como inflação anual acima de 50%, o que sugere uma relação não linear entre inflação e investimento.

Os autores colocam como alguns dos principais motivos para essa relação: o fato de que a inabilidade do governo em sustentar a inflação em níveis baixos pode fazer com que as políticas governamentais sejam vistas como insustentáveis e arriscadas, diminuindo o

investimento [FISCHER (1993)]; taxas inflacionárias altas e voláteis são associadas também com uma maior volatilidade na rentabilidade marginal do capital e com preços relativos também voláteis [FISCHER e MODIGLIANI (1978) e FISCHER (1986)]; e o fato, bastante conhecido no Brasil, de a inflação representar um imposto sobre os ativos monetários – o “imposto inflacionário”.

SERVÉN (2002) analisa a influência da volatilidade econômica sobre os investimentos privados em países em desenvolvimento utilizando como indicador dessa volatilidade a incerteza a respeito da taxa de câmbio real em uma análise *cross-section*. O autor afirma que a volatilidade da taxa de câmbio real traz incertezas a respeito da lucratividade e dos custos dos investimentos privados [SERVÉN (1999)].

ZERBINI (2000) analisando o impacto que planos de estabilização brasileiros tiveram sobre o volume de crédito disponível ao setor privado, afirma que o aumento de crédito durante a implementação dos planos pode ocorrer tanto pelo aumento da demanda quanto pelo aumento da oferta. A autora afirma que a queda dos juros nominais, ainda que não refletida no nível de juros reais, somada ao alongamento dos vencimentos das operações de crédito, aumenta a demanda por estas.

Pelo lado da oferta, a diminuição das taxas nominais e o retorno dos ativos monetários aumentam a liquidez dos bancos, incentivando-os a conceder mais crédito. Outro fator de estímulo à oferta de crédito por parte dos bancos é a redução das receitas inflacionárias que caíram, no Brasil, 88% (medidas como proporção do PIB) de 1990 a 1995 segundo o IPEA *apud* ZERBINI (2000).

A autora coloca ainda que um ambiente hiperinflacionário está associado a alta volatilidade das taxas de inflação, maior incerteza quanto às taxas nominais futuras, maior dificuldade de avaliação dos riscos envolvidos em operações creditícias e a menores prazos de concessão de empréstimos. A conjunção desses fatores torna o mercado de crédito menos “claro” e mais “dependente” do comportamento das taxas de inflação.

A redução das incertezas quanto às perspectivas do comportamento das taxas de juros nominais futuras em um ambiente mais estável beneficia a disponibilização de crédito.

2.3.2 Evidência Empírica da Importância da Estabilidade Econômica

FISCHER (1991) *apud* FISCHER (1993) mostra que o crescimento *per capita* é negativamente associado com a inflação (conforme visto uma boa *proxy* da instabilidade econômica). Conclusões a respeito da negativa associação entre crescimento e inflação também emergem dos estudos de FISCHER (1983), DE GREGORIO (1993), GYLFASSON (1991) LEVINE e ZERVOS (1992) e DE LONG e SUMMERS (1992) *apud* FISCHER (1993). FISCHER (1993) em uma análise *cross-section* múltipla contendo como variáveis independentes, medidas da inflação, do *superávit* fiscal, do prêmio no mercado paralelo de câmbio e dos termos de troca, também verifica uma relação economicamente e estatisticamente significativa entre taxas de crescimento e inflação. O autor estima que um país que tenha uma taxa de inflação que seja 100 pontos percentuais superior à de um outro país terá uma taxa de crescimento 3,9% menor.

Analisando dados sobre crescimento e volatilidade do crescimento de 92 países, RAMEY e RAMEY (1994) concluem que países em que há um alto grau de volatilidade crescem a taxas inferiores que as verificadas nos países mais estáveis, contrariando as formulações de BLACK (1987) e o resultados empíricos de KORMENDI e MEGUIRE (1985) que suportavam as idéias de BLACK (1987).

De modo geral os resultados de RAMEY e RAMEY (1994) confirmam as idéias de BENANKE (1983), de PINDYCK (1991) e de RAMEY e RAMEY (1991) *apud* RAMEY e RAMEY (1994) entre outros mostrando uma ligação inversa entre volatilidade e crescimento.

HAUSMANN e GAVIN (1995) *apud* SERVÉN (1998) em um estudo *cross-section* com países em desenvolvimento verifica uma associação negativa entre o investimento agregado sobre o PIB e um índice de volatilidade macroeconômica que combina dados sobre PIB real e volatilidade da taxa de câmbio real. AIZENMAN e MARION (1995, 1996) *apud* SERVÉN (1998) também encontram correlações negativas entre indicadores de instabilidade econômica como inflação e taxa de câmbio e investimento privado.

JUDSON e ORPHANIDES (1996) em um estudo de regressões painel com 142 países ao longo de 34 anos concluem que o nível de inflação possui uma correlação negativa significativa com o nível de crescimento do país, porém apenas para níveis inflacionários superiores a 10% ao ano, que a volatilidade dentro do ano da taxa de inflação é também

negativamente correlacionada com o crescimento da renda e que ambos, volatilidade da inflação e nível inflacionário, são prejudiciais para o desenvolvimento.

SERVÉN (1998) encontra resultados muito semelhantes em relação às taxas de câmbio, porém muito mais significativos para taxas de inflação. Em diversos testes realizados pelo autor (incluindo como fatores representativos de instabilidade, inflação, taxa de câmbio, medidas de sumarização) fica claro que uma maior incerteza leva a níveis mais baixos de investimento.

SERVÉN e SOLIMANO (1993) em uma análise do tipo painel para países em desenvolvimento, também encontram evidências de que medidas de variabilidade da inflação e da taxa de câmbio afetam negativamente o nível de investimentos.

BLEANEY (1996) *apud* SERVÉN (1998) confirma a hipótese de que a volatilidade afeta negativamente o crescimento, apesar de não verificar relação entre aquela e o nível de investimento agregado apontando resultados semelhantes aos de RAMEY e RAMEY (1994). Por outro lado, FISCHER (1993) mostra que um país que tenha uma taxa de inflação cem pontos percentuais acima de um outro país terá uma taxa de crescimento do estoque de capital 3,7 pontos percentuais inferior. A resultados semelhantes em termos de significância também chega DE GREGORIO (1993) *apud* FISCHER (1993).

PINDYCK e SOLIMANO (1993) analisam os planos de estabilização de preços de Chile (1975), Israel (1985), Bolívia (1985) e México (1987) e concluem que a resposta das taxas de investimento à redução da inflação é positiva porém lenta. Algumas das razões apontadas para isso são o fato de que na implementação dos planos, políticas monetárias restritivas são comuns, o que eleva as taxas de juros reais na economia, reduzindo o investimento; o governo, normalmente, reduz seus gastos como parte de um esforço fiscal, o que acaba por penalizar os investimentos públicos, muitas vezes complementares aos privados, como os das áreas de grande atuação governamental como infra-estrutura; quando há carência de poupança externa para financiar investimentos a recuperação dos mesmos é menos clara; e os investidores vêm com certa desconfiança o novo cenário de estabilidade de preços, e por isso relutam em realizar prontamente investimentos como pode se depreender dos exemplos do Chile e da Bolívia. A Bolívia acabou rapidamente com um cenário de hiperinflação em 1985 porém os investimentos demoraram vários anos para se recuperarem, enquanto o programa chileno de 1975 causou uma lenta queda inflacionária, mas com

impactos mais imediatos nas taxas de investimentos, talvez pela maior confiança em um processo mais lento de desinflação porém com maior credibilidade.

INGERSOLL e ROSS (1992) propuseram um modelo para avaliar decisões de investimento irreversíveis em que os fluxos de caixa são determinísticos porém as taxas de juros evoluem estocasticamente e mostraram que o mesmo custo de oportunidade de investir surge e que pelas regras tradicionais de avaliação de projetos com base no valor presente líquido levariam à aceitação de um número de projetos superior ao ótimo. Nesse modelo os projetos só deveriam ser aceitos se o custo de capital utilizado para descontar os fluxos de caixa fosse inferior a um valor, por determinado pelo modelo, que era inferior à taxa interna de retorno.

SERVÉN (2002) buscando avaliar não o efeito da variabilidade, mas sim o da incerteza sobre o comportamento da taxa de câmbio em uma análise *cross-section*, identificou um impacto negativo forte entre tal incerteza e a razão entre investimento e PIB. Os resultados mostraram que esse impacto é maior em níveis mais elevados de incerteza, de acordo com sugestões empíricas já mencionadas sobre um efeito não-linear provocado pela instabilidade. O autor conclui ainda que a influência da incerteza da taxa de câmbio real sobre o investimento é moldada pelo grau de abertura da economia e pela profundidade de seu sistema financeiro. Quanto maior a abertura econômica vigente no país e quanto mais fraco for seu sistema financeiro, maior será o impacto da incerteza sobre o investimento.

AIZENMAN e POWELL (1997) estruturam um modelo em que bancos neutros ao risco provêem crédito para empresas e mostram que a volatilidade dos choques de produtividade dos projetos financiados é determinante na fixação dos *spreads* bancários e mesmo na disponibilização do crédito. Os autores incluem considerações sobre o *enforcement* e sobre o custo de verificação em suas análises mostrando a assimetria dos retornos que se apresenta e concluem que projetos com esse custo relativamente alto não seriam financiados. Quando incluem considerações a respeito de garantias para os empréstimos, os autores confirmam a redução dos *spreads* e de sua dispersão, porém tais efeitos são menos pronunciados em países caracterizados por alta instabilidade.

Os autores criticam, seriamente, tentativas de dar mais poder aos devedores, em prejuízo dos credores, uma vez que isso eleva os *spreads* médios e sua dispersão, além de

amplificar possíveis choques externos causando danos ao sistema financeiro, às empresas e à economia nacional de um modo geral.

CABRAL e PINHEIRO (1998) em uma pesquisa sobre a influência de instituições brasileiras, especialmente o judiciário, no mercado de crédito do país, afirmam que a instabilidade econômica e, principalmente, a alta inflação, penalizam o mercado de crédito. Eles colocam que a maior parte dos países latino-americanos com um passado de alta inflação e instabilidade econômica apresentam baixos níveis de crédito ao setor privado. Os autores relatam o crescimento do mercado de crédito no Brasil após o controle da superinflação existente, realizado com o Plano Real (1993/1994).

DEMIRGÜÇ-KUNT e MAKSIMOVIC (1998) observam ainda que imperfeições de mercado causadas por conflitos de interesse e assimetrias de informação entre *insiders* e *outsiders* reduzem a habilidade da firma em obter financiamento e que a taxa de inflação é uma boa *proxy* para a variância da taxa de inflação pois são altamente correlacionadas. JUDSON e ORPHANIDES (1996) ressaltam que é muito difícil separar o nível de inflação da sua variabilidade ou imprevisibilidade além do que a volatilidade das taxas em um ano é altamente correlacionada com os níveis inflacionários no país. ZERBINI (2000) confirma a elevada correlação entre a taxa de inflação e sua variância e constata uma relação negativa estatisticamente significativa entre crédito e variação da inflação.

DE GREGÓRIO e STURZNEGGER (1994) *apud* ZERBINI (2000) mostram que a inflação leva à deterioração da qualidade do crédito pois diminui a habilidade dos bancos em distinguir entre produtores de alto e baixo custo no momento da concessão de crédito.

MÜNCH (1998) *apud* ZERBINI (2000) analisando dados sobre o Brasil de 1976 a 1985 conclui que o volume de crédito disponibilizado ao setor privado é influenciado pela taxa de inflação pois esta afeta a variância das taxas de juros nominais impactando negativamente o volume de crédito.

DE GREGÓRIO, GUIDOTTI e VÉGH (1998) observando o ciclo de expansão-recessão registrado comumente em planos de estabilização inflacionária com base no comportamento do consumo de bens duráveis sugerem como possibilidade de explicação de tal fenômeno expansivo o reaparecimento da disponibilidade de crédito para os agentes econômicos.

KHAMIS (1996) *apud* ZERBINI (2000) analisando a influência dos planos de estabilização na Argentina [Tablita Argentina (1978)], no Chile [Tablita Chilena (1978)], em Israel [Plano Heterodoxo Israelense (1985)] e no México [Pacto Mexicano (1987)] sobre os mercados de crédito locais, verifica que há uma relação negativa entre taxas de inflação e crédito, estatisticamente significativa, para Argentina, Chile e México.

3 Metodologia

Este trabalho busca avaliar a influência do sistema jurídico, do nível de poupança e do grau de estabilidade econômica na disponibilização de crédito ao setor privado. O seguinte modelo ilustra esta pesquisa.

Ilustração 1 – Modelo Geral da Pesquisa

Alguns trabalhos têm analisado questões semelhantes tanto no Brasil quanto no exterior. Esses trabalhos adotam metodologias semelhantes – ainda que cada uma tenha suas especificidades – que servem de base para a construção da metodologia a ser utilizada nesta dissertação.

Com o intuito de verificar a importância da qualidade das leis e do sistema judiciário, da poupança e do nível de instabilidade econômica, será realizada uma análise comparativa entre diversos países utilizando uma regressão estatística múltipla, em uma análise *cross-*

section, com ajuste pelo método dos mínimos quadrados, tendo como variável dependente a relação entre o volume de crédito ao setor privado verificado no país e seu PIB. Como variáveis independentes serão utilizados um índice de eficiência legal (X_1), o percentual de poupança em relação ao PIB (X_2) e a inflação (X_3) como medida de estabilidade econômica.

A relação entre as variáveis é modelada de acordo com a seguinte equação:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \varepsilon \quad (\text{Equação 7})$$

Onde Y representa o nível de crédito em relação ao PIB, β_0 o intercepto da equação, β_1 o estimador da variável X_1 (índice de eficiência jurídica), β_2 o estimador da variável X_2 (nível relativo de poupança total), β_3 o estimador da variável X_3 (grau de estabilidade econômica) e ε o resíduo da equação.

CABRAL e PINHEIRO (1998) adotam metodologia semelhante ao estudar o impacto do nível de eficiência do judiciário de unidades da federação brasileira na razão entre o crédito disponível nessas unidades e seu PIB.

PINHEIRO (2000) critica a utilização de certas análises *cross-section* pois consideram o sistema jurídico uma variável exógena. LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY (1998) argumentam que como o mais comum é que os países tenham adotado seus sistemas legais involuntariamente seja através de conquista ou colonização, e que mesmo quando foi uma escolha livre como no caso de antigas colônias espanholas a principal consideração para a escolha foi a língua e a postura política da lei então a origem legal pode ser considerada uma variável exógena.

SHEPHERD, SHERWOOD e SOUZA (1994) *apud* PINHEIRO (2000) sugerem que o judiciário deva ser avaliado em termos de garantia de acesso, previsibilidade, presteza dos resultados e adequação das decisões.

PINHEIRO (2000) diz que um bom sistema judicial deve ter baixo custo de acesso e decisões justas, rápidas e previsíveis, tanto em termos de conteúdo quanto em termos de prazo. O custo do litígio depende das taxas de acesso, dos gastos durante o processo e de como esses custos serão distribuídos entre as partes. Isso dependerá do tempo que a decisão

levará para ser tomada e cumprida, portanto um judiciário reconhecidamente moroso e instável em termos de decisões desincentivará que as partes o utilizem como forma de resolução de conflitos. A imprevisibilidade das decisões pode ser fruto de um código legal mal escrito, de politização dos juízes, de corrupção ou de falta de independência do poder executivo.

A pesquisa utiliza um processo de amostragem não probabilística por conveniência uma vez que não são encontrados os dados necessários relativos a todos os países do mundo e a obtenção de dados primários é inviável para este fim. Apesar de tal tipo de processo não ser recomendado para pesquisas conclusivas [MATTAR (1996, p. 269)] é o único possível e não se configura como grande deficiência, uma vez que serão utilizados dados de 207 países, ainda que nem todos disponham de todos os dados necessários, sendo que os países normalmente considerados como os mais representativos estão presentes na amostra. Os países analisados são listados na tabela abaixo.

Tabela 3 – Composição da Amostra

Países na Amostra		
Afeganistão	França	Mongólia
África do Sul	Gabão	Myanmar
Albânia	Gâmbia	Namíbia
Alemanha	Gana	Nepal
Andorra	Geórgia	Nicarágua
Angola	Granada	Níger
Antigua e Barbuda	Grécia	Nigéria
Antilhas Holandesas	Groelândia	Noruega
Arábia Saudita	Guam	Nova Caledônia
Argélia	Guatemala	Nova Zelândia
Argentina	Guiana	Omã
Armênia	Guiana Equatorial	Palau
Aruba	Guiné Equatorial	Panamá
Austrália	Guiné-Bissau	Papua Nova Guiné
Áustria	Haiti	Paquistão
Azerbaijão	Holanda	Paraguai
Bahamas	Honduras	Perú
Bangladesh	Hong Kong	Polinésia Francesa
Barbados	Hungria	Polônia
Barein	Iêmem	Porto Rico
Belarus	Ilha de Man	Portugal

Países na Amostra

Bélgica	Ilhas Caimã	Qatar
Belize	Ilhas Comores	Quênia
Benin	Ilhas do Canal	Quirguistão
Bermudas	Ilhas Faroé	Reino Unido
Bolívia	Ilhas Marianas do Norte	República Centro Africana
Bósnia e Herzegovina	Ilhas Marshall	República Democrática do Congo
Botsuana	Ilhas Salomão	República Dominicana
Brasil	Ilhas Virgens	República Eslovaca
Brunei	Índia	República Tcheca
Bulgária	Indonésia	Romênia
Burquina Faso	Irã	Ruanda
Burundi	Iraque	Rússia
Butão	Irlanda	Samoa
Cabo Verde	Islândia	Samoa Americana
Camarões	Israel	San Marino
Camboja	Itália	Santa Lúcia
Canadá	Iugoslávia/Sérvia e Montenegro	São Cristóvão e Nevis
Cazaquistão	Jamaica	São Tomé e Príncipe
Chade	Japão	São Vicente e Granadinas
Chile	Jordânia	Seichelles
China	Kiribati	Senegal
Chipre	Kuait	Serra Leoa
Cingapura	Laos	Síria
Cisjordânia/Faixa de Gaza	Latvia	Somália
Colômbia	Lesoto	Sri Lanka
Congo	Líbano	Suazilândia
Coréia do Norte	Libéria	Sudão
Coréia do Sul	Líbia	Suécia
Costa do Marfim	Liechtenstein	Suíça
Costa Rica	Lituânia	Suriname
Croácia	Luxemburgo	Tadjiquistão
Cuba	Macau	Tailândia
Dinamarca	Macedônia	Tanzânia
Djibúti	Madagascar	Togo
Dominica	Maiote	Tonga
Egito	Malásia	Trindade e Tobago
El Salvador	Malavi	Tunísia
Emirados Árabes	Maldivas	Turcomenistão
Equador	Mali	Turquia
Eritréia	Malta	Ucrânia
Eslovênia	Marrocos	Uganda
Espanha	Maurício	Uruguai
Estados Unidos	Mauritânia	Uzbequistão
Estônia	México	Vanuatu
Etiópia	Micronésia	Venezuela
Fiji	Moçambique	Vietnã
Filipinas	Moldávia	Zâmbia
Finlândia	Mônaco	Zimbábue

De acordo com as hipóteses anteriormente apresentadas, espera-se obter estimadores significantes estatisticamente para os três fatores analisados. A teoria nos leva a esperar encontrar um sinal positivo para o índice de eficiência legal, significando que quanto maior o nível de eficiência legal no país, mais crédito ao setor privado estará disponível. Para o nível de instabilidade econômica espera-se encontrar um sinal negativo, indicando que quanto mais instável é a economia, menor será o volume de crédito ao setor privado disponibilizado na economia. Já para o nível de poupança total medido como percentual do PIB, o sinal esperado é positivo, indicando que quanto maior a poupança, maior o volume de crédito. As expectativas quanto aos sinais dos estimadores são resumidas na tabela abaixo.

Tabela 4 – Sinais Esperados

Estimador	Sinal Esperado
Índice de eficiência jurídica	positivo
Poupança total	positivo
Instabilidade econômica	negativo

3.1 Operacionalização das Variáveis

A seguir é descrito o processo de operacionalização de cada uma das principais variáveis utilizadas neste trabalho, bem como suas origens.

Volume de crédito existente ($cred - Y$) – É o volume de crédito existente para o setor privado com percentual do PIB e inclui os recursos financeiros fornecidos ao setor privado através de empréstimos, títulos de dívida e crédito comercial. Normalmente não são consideradas operações de crédito para empresas governamentais. Os valores foram obtidos do trabalho *World Development Indicators* do Banco Mundial (2001) e se referem ao ano de 1998.

Eficiência do sistema jurídico-legal ($juridico - X_1$) – Os dados sobre essa variável foram obtidos do trabalho chamado *Governance Matters III: Governance Indicators for 1996-2002* que KAUFMANN, KRAAY e MASTRUZZI (2003) realizaram para o Banco Mundial.

Em tal trabalho, os autores elaboraram índices para aferir diversos aspectos de governança, sendo um deles, o que aqui foi utilizado e chamado de índice de eficiência jurídico-legal, o *rule of law*. Esse índice é resultado da agregação de indicadores que medem o quanto os agentes confiam e se guiam pelas regras vigentes em suas sociedades, incluindo percepções a respeito da incidência de crimes, efetividade e previsibilidade do judiciário e aplicabilidade (*enforceability*) dos contratos. Os autores colocam que os indicadores que compõem esse índice “medem o sucesso de uma sociedade no desenvolvimento de um ambiente em que regras previsíveis e justas formam a base para interações econômicas e sociais e, de modo importante, a extensão da proteção aos direitos de propriedade”. Os dados se referem ao período de 1997-1998.

Poupança total (pouptot – X_2) – É o percentual, em relação ao PIB, da poupança interna, constituída da soma da poupança interna privada e da poupança interna pública, mais as transferências líquidas externas. É uma medida agregada de toda a poupança disponível no país e se refere ao ano de 1998, tendo sido obtida do trabalho *World Development Indicators* do Banco Mundial (2001).

Estabilidade econômica (pi – X_3) – Segundo PINDYCK e SOLIMANO (1993) a taxa de inflação é uma medida geral de estabilidade econômica que tende a ser seguida pelas taxas de câmbio e de juros. FISCHER (1993) afirma que “a variabilidade da inflação pode servir como um indicador mais direto da incerteza do ambiente macroeconômico. Entretanto a taxa de inflação e a variância da taxa de inflação são altamente correlacionadas em uma análise *cross-section* tornando difícil separar os efeitos no crescimento econômico do nível inflacionário dos efeitos da incerteza acerca da inflação”. Dessa maneira, pode-se imaginar que a utilização da taxa de inflação como medida de instabilidade econômica, e não de sua variabilidade, não seja a melhor abordagem, porém é ainda uma abordagem bastante apropriada devido à sua extrema correlação com a segunda. O próprio Fischer a utiliza dessa maneira. Pode-se supor apenas que alguns resultados sejam menos claros do que os desejados em termos de direcionamento de políticas macroeconômicas, mas tal utilização é amplamente embasada na literatura, assim como observa SERVÉN (1998) que afirma que a inflação é normalmente utilizada para medir a situação macroeconômica de um país. Portanto, a taxa de inflação foi aqui utilizada como *proxy* para a estabilidade econômica. Tal taxa foi a utilizada como deflator do PIB e foi também obtida do trabalho *World Development Indicators* do Banco Mundial (2001)

3.2 Classificação da Pesquisa

Seguindo as definições de tipos de pesquisa de MATTAR (1996, p. 80), a análise estatística realizada, isoladamente, pode ser classificada como um estudo conclusivo descritivo já que possui objetivos bem definidos e procedimentos formais, propondo a verificação e a medição da relação existente entre algumas variáveis pré-estabelecidas, sem, no entanto, almejar a verificação de uma relação causal entre essas variáveis. Isso é fruto da própria metodologia estatística escolhida que não nos permite sequer afirmar que há relação direta de causa e efeito [ACZEL (1992)].

Entretanto, dado o desenvolvimento teórico apresentado, afirmar que este trabalho como um todo não tem como objetivo perceber relações causais seria falso. O arcabouço teórico propiciou a modelagem da relação entre as variáveis estudadas da forma como será apresentada e, portanto, afirmações a respeito da causalidade nessa relação são realizadas e justificáveis. Tendo isso em conta, o enfoque epistemológico no qual esta pesquisa parece melhor se encaixar é o empírico-analítico pois apresenta técnicas de tratamento e análise de dados marcadamente quantitativos, tem forte preocupação com a relação causal entre as variáveis e busca a prova científica “através de testes dos instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais” [MARTINS (2002, p. 33)]. Essa observação talvez pareça um cuidado exagerado, mas parece fundamental para esclarecer a natureza das conclusões a serem tiradas, ainda que grande parte dos autores não a tenha.

3.3 Limitações

Um fator limitante que deve ser citado é a dificuldade em se definir e medir um bom sistema jurídico. Definições como a de SHIHATA (1995) *apud* PINHEIRO (2001) que diz que “um bom judiciário é aquele que assegura que a justiça seja acessível e aplicada a todos, que direitos e deveres sejam respeitados, além de aplicados com um baixo custo para a sociedade” ou as características atribuídas pelo Banco Mundial (1997) *apud* PINHEIRO (2001) a um bom judiciário, que são, independência, força para implementar suas decisões e eficiência gerencial, são um bom ponto de partida, mas o problema reside em sua operacionalização. Espera-se que a operacionalização aqui adotada seja adequada para o estudo em curso.

Apesar da pretensão deste trabalho de aprimorar o entendimento sobre os fatores limitantes ao desenvolvimento dos mercados de crédito para que com mais conhecimento seja mais fácil soltar tais amarras, não podemos esquecer que, conforme colocou PINHEIRO (1996), a solução para esses problemas é mais política do que técnica. Além disso, envolve a discussão, também política, sobre o *trade-off* entre justiça e eficiência. Como foi dito, para que seja garantido às partes uma decisão 100% justa devem ser despendidos recursos, tanto públicos quanto privados que tornam ineficiente o processo de arbitragem judicial. Ainda que a sociedade considere que seja realmente possível obter em todos os litígios uma decisão 100% justa, há que se considerar se isso vale realmente a pena. Por mais fria que essa visão possa parecer é necessário levá-la em consideração.

Outra possível limitação do trabalho é a percepção de que o que importa para a concessão de crédito possa não ser exatamente a instabilidade, mas sim a incerteza a respeito de eventos futuros como coloca SERVÉN (1998).

O fato de ser realizado um estudo *cross section* tão amplo e com países tão diversos também levanta dúvidas sobre a possibilidade de que certos resultados tenham sido afetados por fatores específicos de cada país [SERVÉN (1998)].

4 Resultados

Ainda que não sejam imprescindíveis para a aplicação de uma análise baseada em regressão linear múltipla, algumas características das variáveis devem ser testadas [HAIR (1995)]. Testes para avaliar normalidade, linearidade, multicolinearidade e homocedasticidade foram realizados com esse intuito. Testes a respeito da autocorrelação entre os resíduos foram ignorados, uma vez que se trata de uma regressão *cross-section* e não de uma regressão com séries temporais.

Diversos modelos foram testados, utilizando transformações das variáveis que as fizessem assumir um comportamento mais adequado em relação às premissas citadas e com diferentes especificações para a equação explicativa.

Algumas variáveis se mostraram mais adequadas às premissas citadas quando transformadas do que em sua escala original. Quanto essa melhora foi relevante, sua forma transformada foi mantida. Quando a melhora foi pouco perceptível e sua utilização

transformada não alterou os resultados obtidos com sua forma original, esta última foi mantida para facilitar a interpretação dos resultados, seguindo recomendação de HAIR (1995).

Como parte do processo de escolha da melhor relação funcional entre as variáveis e da melhor escala de cada uma, diversos modelos foram testados. Abaixo são mostradas as regressões lineares simples estimadas para cada uma das variáveis escolhidas. Tal apresentação é importante como uma maneira preliminar de perceber as relações que cada uma delas guarda com a variável dependente e perceber suas alterações quando estimadas em conjunto.

4.1 Eficiência Jurídica

O modelo de regressão linear simples utilizando a variável relacionada ao desempenho jurídico é mostrado abaixo.

$$CREDR\ 2 = \beta_0 + \beta_1 * JURIDICO + \varepsilon \quad (\text{Equação 8})$$

Onde:

CREDR2 – raiz quadrada da relação entre crédito ao setor privado e PIB;

JURIDICO – índice de eficiência jurídica;

A equação gerada por esse modelo foi:

$$CREDR\ 2 = 5,713 + 2,046 * JURIDICO \quad (\text{Equação 9})$$

No gráfico a seguir pode ser vista a dispersão das combinações entre crédito e nível de eficiência jurídica para todos os dados disponíveis da amostra, bem como uma reta que

representa a equação 9 acima. O Brasil aparece em destaque, muito próximo à reta de regressão.

Ilustração 2 – Crédito X Eficiência Jurídica

As tabelas abaixo qualificam os resultados.

Tabela 5 – Indicadores da Regressão (juridico)

Medida	Valor
R	0,725
R ²	0,526
R ² ajustado	0,523
Graus de liberdade (total)	145
Significância (teste F)	0,000

Tabela 6 – Indicadores das Variáveis Independentes (juridico)

variável	beta	significância (teste t)
constante		0,000
juridico	0,725	0,000

As tabelas acima mostram a grande importância da variável referente à eficiência jurídica do país, que apresenta na equação um R^2 superior a 50%, além de ter o sinal esperado, ou seja, quanto maior a eficiência jurídica no país mais crédito ao setor privado será disponibilizado.

O caso brasileiro é emblemático da importância da eficiência do sistema jurídico. Aplicando a equação 9, mostrada acima, aos dados do caso brasileiro, seria obtido como resultado uma relação crédito ao setor privado/PIB de 30,57%. Caso houvesse uma melhoria de meio desvio padrão do índice de eficiência jurídica para o Brasil, passando de -0,09 para 0,38, o volume de crédito ao setor privado subiria 38%. Tal elevação aplicada ao real volume de crédito observado em 1998 (34,64% do PIB), levaria a relação crédito/PIB no Brasil para 47,78% do PIB.

Tal elevação de 38% no volume de crédito ao setor privado possibilitaria que mais empresas conseguissem capital para financiar bons projetos, gerando um ciclo de positivo que envolveria toda a economia, através da expansão da produção, da renda e do consumo. Tal exemplo é indicativo do grande entrave ao desenvolvimento empresarial que existe no país devido a uma proteção jurídica aquém do necessário.

4.2 Poupança Total

O modelo de regressão linear simples utilizando a variável relacionada ao volume de poupança total existente no país é mostrado abaixo.

$$CREDR2 = \beta_0 + \beta_1 * POUPTOT + \varepsilon \quad (\text{Equação 10})$$

Onde:

CREDR2 – raiz quadrada da relação entre crédito ao setor privado e PIB;

POUPTOT – poupança total como percentual do PIB;

A equação gerada por esse modelo foi:

$$= 3,146 + 0,146 * POUPTOT \quad (\text{Equação 11})$$

No gráfico abaixo pode ser vista a dispersão das combinações entre crédito e nível de poupança para todos os dados disponíveis da amostra, bem como uma reta que representa a equação 11 acima. O Brasil aparece em destaque, muito próximo à reta de regressão.

Ilustração 3 – Crédito X Poupança Total

As tabelas a seguir qualificam os resultados.

Tabela 7 – Indicadores da Regressão (pouptot)

Medida	Valor
R	0,487
R ²	0,237
R ² ajustado	0,231
Graus de liberdade (total)	126
Significância (teste F)	0,000

Tabela 8 – Indicadores das Variáveis Independentes (pouptot)

variável	beta	significância (teste t)
constante		0,000
pouptot	0,487	0,000

As tabelas acima mostram que o volume de poupança verificado em um país é bastante relevante na determinação do volume de crédito existente nesse país, apresentando uma estatística t e um sinal que confirmam a hipótese apresentada de que quanto maior a poupança, maior será o crédito no país.

De acordo com a equação acima estimada, e seguindo o procedimento adotado no item 4.1, é obtido um volume de crédito ao setor privado de 30,57% do PIB para o caso brasileiro. Caso houvesse uma elevação no nível de poupança agregada de meio desvio padrão da amostra (4,75% do PIB), o volume de crédito subiria 27%. Tal variação, aplicada à real relação existente no Brasil (34,64% do PIB) faria com que o volume de crédito ao setor privado subisse para 43,88% do PIB.

4.3 Estabilidade Econômica

O modelo de regressão linear simples utilizando a variável relacionada à estabilidade econômica é mostrado abaixo.

$$CREDR_2 = \beta_0 + \beta_1 * PI + \varepsilon \quad (\text{Equação 12})$$

Onde:

CREDR2 – raiz quadrada da relação entre crédito ao setor privado e PIB;

PI – índice anual de inflação.

A equação gerada por esse modelo foi:

$$CREDR2 = 5,861 - 0,003 * PI \quad (\text{Equação 13})$$

No gráfico abaixo pode ser vista a dispersão das combinações entre crédito e nível de eficiência jurídica para todos os dados disponíveis da amostra, bem como uma reta que representa a equação 13 acima. O Brasil aparece em destaque, muito próximo à reta de regressão.

Ilustração 4 – Crédito X Instabilidade Econômica

As tabelas a seguir qualificam os resultados.

Tabela 9 – Indicadores da Regressão (pi)

Medida	Valor
R	0,268
R ²	0,072
R ² ajustado	0,065
Graus de liberdade (total)	146
Significância (teste F)	0,001

Tabela 10 – Indicadores das Variáveis Independentes (pi)

variável	beta	significância (teste t)
constante		0,000
pi	-0,268	0,001

As tabelas acima mostram que a inflação, utilizada como medida de estabilidade econômica, no sentido de que quanto maior o índice inflacionário, maior a instabilidade econômica, também apresenta resultados significativos tanto estatisticamente quanto economicamente, estando de acordo com as hipóteses formuladas. Ainda que pareça ser a variável que menos acrescenta ao poder explicativo da regressão seu papel é importante. A contribuição e significância de cada variável será melhor avaliada na próxima seção, que analisará o efeito conjunto de suas atuações.

A análise do efeito que uma redução inflacionária no Brasil teria sobre o volume de crédito disponibilizado ao setor privado, semelhante à que foi realizada nos itens 4.1 e 4.2, mostrou um impacto pouco relevante, inferior a 1%.

4.4 Modelo Geral

O modelo incluindo as três variáveis independentes foco deste trabalho que apresentou melhores resultados, tanto em adequação às premissas quanto em poder explicativo (R² e testes t e F) é mostrado abaixo.

$$= \beta_0 + \beta_1 * JURIDICO + \beta_2 * POUPTOT + \beta_3 * PI + \varepsilon \quad (\text{Equação 14})$$

Onde:

CREDR2 – raiz quadrada da relação entre crédito ao setor privado e PIB;

JURIDICO – índice de eficiência jurídica;

POUPTOT – poupança total como percentual do PIB;

PI – índice anual de inflação.

Tal modelo gerou a seguinte equação:

$$= 4,862 + 1,748 * JURIDICO + 0,05 * POUPTOT - 0,001 * PI \quad (\text{Equação 15})$$

As tabelas abaixo mostram os bons resultados obtidos para a regressão (tabela 11) e para as variáveis (tabela 12).

Tabela 11 – Indicadores da Regressão (modelo geral)

Medida	Valor
R	0,755
R ²	0,570
R ² ajustado	0,559
Graus de liberdade (total)	121
Significância (teste F)	0,000

Tabela 12 – Indicadores das Variáveis Independentes (modelo geral)

variável	beta	significância (teste t)
constante		0,000
juridico	0,619	0,000
pouptot	0,167	0,017
pi	-0,146	0,019

Como pode ser visto, todas as variáveis apresentaram os sinais esperados em níveis significantes. Além disso a regressão apresentou um ótimo R^2 (0,57) mostrando que o modelo, que conta apenas com três variáveis independentes, mais uma constante, assimila mais de 50% da variância da variável dependente, ou seja, quaisquer outros modelos que não incluam essas variáveis serão menos eficazes na explicação e predição do volume de crédito existente ao setor privado do que este apresentado.

Dados os resultados acima, podemos estimar, seguindo procedimento comum utilizado, por exemplo, por CABRAL e PINHEIRO (1998), e repetindo o realizado nos itens 4.1, 4.2 e 4.3 acima, que um país que tenha indicadores na média das três variáveis independentes estudadas que consiga promover uma melhoria de apenas meio desvio padrão em cada uma delas, passando para um índice de eficiência jurídica de 0,61, um nível de poupança nacional de 22,47 e uma inflação de 1,58, perceberia uma elevação no volume de crédito disponível ao setor privado de 39% do PIB. Tal elevação provocaria uma mudança positiva drástica em qualquer economia.

Estimativa semelhante feita para o caso brasileiro, indica que o crédito ao setor privado se elevaria em 43%, passando a representar 49,40% do PIB, ante os 34,64% registrados em 1998 (aos quais os dados desta pesquisa se referem). Obviamente tais mudanças de patamares não podem ocorrer da noite para o dia, exigindo antes, anos de persistência na execução de um plano político e econômico que as viabilize. Não obstante, tais simulações mostram o relevante impacto das variáveis analisadas sobre o volume de crédito ao setor privado e quanto de crédito é “perdido” por estarem em níveis medíocres.

4.5 Origem legal

Alguns testes a respeito da origem legal dos países foram realizados, com o intuito de verificar se conclusões de trabalhos anteriores como o de LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY (1998) se confirmavam. A divisão da amostra de acordo com sua origem legal foi realizada com base nas informações desse citado artigo.

As observações foram agrupadas de acordo com sua origem legal (direito consuetudinário ou direito civil) e um teste de igualdade de médias foi realizado, resultando em uma estatística t de 0,20. Tal resultado não nos permite considerar que as médias dos valores de crédito sobre o PIB entre os grupos são diferentes nos níveis padrões de até 15%.

Foram então estimadas duas regressões, uma para cada subgrupo de acordo com sua origem legal, contendo as três variáveis independentes de interesse.

Os resultados para a equação utilizando apenas os países de origem legal no direito consuetudinário (*common law*) podem ser vistos abaixo.

Tabela 13 – Indicadores da Regressão (*common law*)

Medida	Valor
R	0,837
R ²	0,701
R ² ajustado	0,667
Graus de liberdade (total)	30
Significância (teste F)	0,000

Tabela 14 – Indicadores das Variáveis Independentes (*common law*)

variável	beta	significância (teste t)
constante		0,000
juridico	0,579	0,000
pouptot	0,225	0,049
pi	-0,350	0,004

Como pode ser visto, a regressão é bastante significativa e apresenta um R² bem superior ao estimado para todo o conjunto de países. Além disso, os testes t indicam que todas as variáveis são significantes e a tabela 14 mostra ainda que os sinais dos estimadores conferem com os anteriormente encontrados e mantêm sua consistência econômica.

Quando estimamos a mesma regressão para os países que têm seu sistema jurídico originário do direito civil (*civil law*) os resultados são diferentes como podemos ver a seguir.

Tabela 15 – Indicadores da Regressão (*civil law*)

Medida	Valor
R	0,776
R ²	0,602
R ² ajustado	0,576
Graus de liberdade (total)	49
Significância (teste F)	0,000

Tabela 16 – Indicadores das Variáveis Independentes (*civil law*)

variável	beta	significância (teste t)
constante		0,000
juridico	0,632	0,000
pouptot	0,215	0,077
pi	0,016	0,872

Tanto o R² quanto o teste F mostram bons resultados, o mesmo acontecendo com as variáveis relacionadas à origem legal e à poupança. Já a variável que mede a influência da estabilidade econômica não apresentou significância econômica ou estatística.

Os testes acima relatados levaram em consideração a divisão dos sistemas legais entre os originários do direito consuetudinário e os originários de direito civil. Porém este último pode ser subdividido entre direito francês, direito alemão, direito escandinavo e direito socialista. Dentro da amostra que está sendo utilizada, há dados disponíveis sobre crédito e origem legal para 98 países, sendo a divisão a seguinte:

Tabela 17 – Divisão da amostra por origem legal

Origem legal	Número de países
Francês	47
Alemão	4
Escandinavo	5
Socialista	1
Civil	57
Comum	41
Total	98

Conforme já mencionado, a análise do volume de crédito existente no país dividindo a amostra em países que têm seu sistema legal identificado como de origem no direito civil e países cujo sistema legal deriva do direito comum, não permitiu a conclusão de que os volumes de crédito apresentam diferenças significativas. Porém, conforme notam LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY (1998) os países cujos sistemas legais se identificam com o sistema alemão e com o sistema escandinavo apresentam um nível de eficiência jurídica significativamente superior ao verificado nos países com sistemas legais derivados dos sistemas civil francês e civil socialista. Foi realizada então uma análise semelhante à que foi apresentada, que dividia a amostra entre países com sistemas legais originários do direito comum e países cuja origem do sistema legal derivava do direito civil, sendo analisados agora os países de direito comum frente aos países de direito civil francês. O teste de igualdade de média realizado permitiu afirmar, com um nível de significância de 2,8% (estatística t de 2,255) que os países cujo sistema legal deriva do direito civil francês apresentam um menor volume de crédito em relação ao PIB (38%) do que os países cujo sistema legal é derivado do sistema comum (58%). Tais resultados confirmam análises semelhantes realizadas por LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY (1998).

Foi então estimada uma regressão com as variáveis independentes estudadas (representando eficiência jurídica, poupança e instabilidade econômica) para os países de direito civil francês, cujos resultados são mostrados nas tabelas 18 e 19. Os dados decorrentes dos testes com os países de direito comum já foram mostrados acima mas são reapresentados nas tabelas 20 e 21 para facilitar a comparação.

Tabela 18 – Indicadores da Regressão (direito civil francês)

Medida	Valor
R	0,708
R ²	0,501
R ² ajustado	0,460
Graus de liberdade (total)	40
Significância (teste F)	0,000

Tabela 19 – Indicadores das Variáveis Independentes (direito civil francês)

variável	beta	significância (teste t)
constante		0,000
juridico	0,644	0,000
pouptot	0,120	0,419
pi	0,073	0,561

Tabela 20 – Indicadores da Regressão (direito comum)

Medida	Valor
R	0,837
R ²	0,701
R ² ajustado	0,667
Graus de liberdade (total)	30
Significância (teste F)	0,000

Tabela 21 – Indicadores das Variáveis Independentes (direito comum)

variável	beta	significância (teste t)
constante		0,000
juridico	0,579	0,000
pouptot	0,225	0,049
pi	-0,350	0,004

Como pode ser visto nas tabelas acima, ambas as regressões são adequadas, apresentando nível de significância nos testes F inferiores a 1%, e possuem bons ajustes, ainda que o R² ajustado da regressão que inclui apenas os países cujo sistema legal deriva do sistema comum inglês seja bastante superior (0,667) ao da regressão com países de direito civil francês (0,460). A diferença é que enquanto todos os estimadores dos parâmetros da regressão com países de direito comum são economicamente e estatisticamente significativos (ao nível de 5%), apenas a variável juridico apresenta tal qualidade quando são analisados os países de direito civil francês.

Uma possível explicação para a diferença encontrada nos dois subgrupos, é o fato de que em países com o índice de eficiência jurídica (juridico) baixo, outros fatores acabam perdendo a importância na determinação do volume existente de crédito ao setor privado,

como se não chegassem a influenciar devido a uma “barreira” anterior representada pela fraqueza do sistema jurídico.

Dado que as amostras dos países com sistema legal alemão, escandinavo e socialista são muito pequenas para que sejam realizados testes estatísticos mais complexos, foi realizada apenas uma análise descritiva de seus volumes de crédito. Os principais resultados são mostrados abaixo e incluem também, para fins de comparação, os países de direito francês, de direito comum e o agrupamento para países de direito civil.

Tabela 22 – Crédito/PIB de acordo com a origem legal

Origem legal	Número de países	média	desvio padrão	coeficiente de variação
Francês	47	38	50	1,3
Alemão	4	122	33	0,3
Escandinavo	5	68	27	0,4
Socialista	1	10	0	0,0
Civil	57	46	36	0,8
Comum	41	58	50	0,9
Total	98	51	42	0,8

Pode ser visto que os países de direito escandinavo e, especialmente, os de direito alemão apresentam médias de crédito como proporção do PIB mais elevadas que a média geral e as médias dos países de direito civil e de direito comum. Também conforme esperado o único país da amostra que tem seu sistema legal classificado como de origem socialista apresenta uma proporção de crédito em relação ao PIB bastante baixa (10%). Ainda que as amostras de países de direito alemão e escandinavo sejam muito pequenas, é interessante notar o baixo coeficiente de variação que apresentam quando comparado ao dos países de direito civil francês e mesmo aos países de direito comum.

Os testes mostrados acima a respeito da origem legal dos sistemas jurídicos dos países confirmam os resultados anteriores deste e de outros trabalhos, e mostram que a origem legal é fator importante na determinação do volume de crédito existente em um país. Isso porque os sistemas jurídicos baseados no direito comum parecem ser mais estimuladores ao desempenho, desenvolvimento e crescimento do mercado de crédito pois protegem mais

adequadamente os direitos dos provedores externos de capital e se adaptam mais facilmente ao dinâmico ambiente desse mercado.

4.6 Testes Adicionais

Diversos testes foram conduzidos para que fosse possível avaliar o comportamento dos estimadores das variáveis de interesse de acordo com alguns critérios específicos: (i) desenvolvimento do país; (ii) abertura econômica e (iii) taxa de juros.

4.6.1 Desenvolvimento

Para avaliar se as relações encontradas se mantinham independentemente do grau de desenvolvimento do país, foram realizados alguns outros testes. Para medir o grau de desenvolvimento, foram utilizadas duas variáveis, separadamente: (i) participação na OCDE e (ii) nível de renda *per capita*.

4.6.1.1 Participação na OCDE

Primeiro um simples teste de igualdade de médias foi realizado para sabermos se a média de crédito sobre o PIB é maior em países que são membros da OCDE, indicador utilizado nesta seção para avaliar o grau de desenvolvimento do país. Este teste confirmou o que era esperado, ou seja, os países membros da OCDE possuem uma relação crédito/PIB superior (77%) à verificada nos países não-membros (35%) a um nível de significância de 1%.

Foram então estimadas regressões em separado para os países membros e os não-membros. Os resultados mostram que a regressão tem bom grau de adequação e que o indicador de eficiência jurídica é significativo em ambos os casos. O indicador da relevância da poupança nacional só se mostrou significativo para os países não-membros, enquanto a estabilidade econômica não se mostrou significativa em nenhuma das regressões. Estes últimos resultados podem indicar que certos “problemas” econômicos como alta inflação e baixo nível de poupança total já foram superados pelos países mais desenvolvidos. Os resultados podem ser vistos a seguir tanto para os países membros (tabelas 23 e 24) quanto para os países não-membros (tabelas 25 e 26).

Tabela 23 – Indicadores da Regressão (membros)

Medida	Valor
R	0,762
R ²	0,581
R ² ajustado	0,511
Graus de liberdade (total)	21
Significância (teste F)	0,001

Tabela 24 – Indicadores das Variáveis Independentes (membros)

variável	beta	significância (teste t)
constante		0,019
juridico	0,680	0,002
pouptot	-0,025	0,872
pi	-0,130	0,488

Tabela 25 – Indicadores da Regressão (não-membros)

Medida	Valor
R	0,680
R ²	0,463
R ² ajustado	0,445
Graus de liberdade (total)	94
Significância (teste F)	0,000

Tabela 26 – Indicadores das Variáveis independentes (não-membros)

variável	beta	significância (teste t)
constante		0,000
juridico	0,510	0,000
pouptot	0,222	0,016
pi	-0,099	0,212

Uma regressão linear simples foi então estimada, para testar os resultados até aqui obtidos que apontam para uma influência positiva da participação na OCDE sobre o volume de crédito disponibilizado no país. Os resultados a seguir confirmam a relação entre desenvolvimento (medido pela participação na OCDE) e crédito (tabelas 27 e 28).

Tabela 27 – Indicadores da Regressão (OCDE)

Medida	Valor
R	0,390
R ²	0,152
R ² ajustado	0,147
Graus de liberdade (total)	162
Significância (teste F)	0,000

Tabela 28 – Indicadores das Variáveis Independentes (OCDE)

variável	beta	significância (teste t)
constante		0,000
OCDE	0,390	0,000

4.6.1.2 Renda *per Capita*

O nível de riqueza do país, medido pelo PIB *per capita* também foi avaliado. Os dados sobre o PIB *per capita* foram obtidos do *World Development Indicators* do Banco Mundial e se referem também ao ano de 1998. O PIB foi calculado em dólares e dividido pela população estimada no meio do ano.

Alguns autores encontraram evidências da influência do nível de riqueza na determinação do nível de crédito, como por exemplo CABRAL e PINHEIRO (1998). Para avaliar tais resultados foram realizados alguns testes utilizando o PIB *per capita* como medida de riqueza. É de se esperar que os resultados utilizando tal variável sejam semelhantes aos encontrados quando foi utilizada uma *proxy* do nível de desenvolvimento.

O teste de igualdade de médias realizado permite considerar que a média do volume de crédito existente nos países que apresentam um PIB *per capita* superior à média da amostra seja superior (85%) à média dos países que têm um PIB *per capita* inferior (29%) àquela média, ao nível de significância de 1%. Testes que utilizaram a mediana do PIB *per capita* em substituição à média apresentaram resultados semelhantes.

Foram então estimadas regressões em separado para os países que apresentam PIB *per capita* superior e inferior à média. Os resultados mostram que a regressão se adapta bem e que os estimadores de eficiência jurídica são significativos em ambos os casos. Já os estimadores da relevância da estabilidade econômica não se mostraram significantes em nenhuma das duas regressões. O estimador da importância da poupança se mostrou significativo apenas para os países mais pobres.

Do mesmo modo que o observado na análise a respeito do desenvolvimento medido pela participação na OCDE, este último resultado pode indicar a superação de certos “problemas” econômicos pelos países mais desenvolvidos. Os principais resultados são mostrados abaixo tanto para os países com PIB *per capita* acima da média (tabelas 29 e 30) quanto para os que o apresentaram abaixo da média (tabelas 31 e 32).

Tabela 29 – Indicadores da Regressão (países ricos)

Medida	Valor
R	0,571
R ²	0,326
R ² ajustado	0,241
Graus de liberdade (total)	27
Significância (teste F)	0,022

Tabela 30 – Indicadores das Variáveis Independentes (países ricos)

variável	beta	significância (teste t)
constante		0,000
juridico	0,479	0,016
pouptot	0,089	0,632
pi	-0,167	0,335

Tabela 31 – Indicadores da Regressão (países pobres)

Medida	Valor
R	0,581
R ²	0,337
R ² ajustado	0,314
Graus de liberdade (total)	88
Significância (teste F)	0,000

Tabela 32 – Indicadores das Variáveis Independentes (países pobres)

variável	beta	significância (teste t)
constante		0,000
juridico	0,399	0,000
pouptot	0,264	0,010
pi	-0,056	0,533

A regressão linear simples estimada apresentou resultados que apontam, conforme esperado e confirmando os resultados da regressão que utilizou a participação da OCDE como *proxy* para o nível de desenvolvimento, para a importância do PIB *per capita* na determinação do volume de crédito ao setor privado em um país. Seu R^2 ajustado foi de 0,385 e o teste F se mostrou significativo ao nível de 1%. Os resultados estão abaixo (tabelas 33 e 34).

Tabela 33 – Indicadores da Regressão (pibperca)

Medida	Valor
R	0,624
R^2	0,389
R^2 ajustado	0,385
Graus de liberdade (total)	157
Significância (teste F)	0,000

Tabela 34 – Indicadores das Variáveis Independentes (pibperca)

variável	beta	significância (teste t)
constante		0,000
pibperca	0,624	0,000

4.6.2 Abertura Econômica

Controle semelhante foi realizado pelo grau de participação do país nos fluxos internacionais de comércio. Essa participação foi medida como a somatória dos valores de exportações e de importações como percentual do PIB, cujos dados foram obtidos do *World Development Indicators* do Banco Mundial e se referem também ao ano de 1998.

O teste de igualdade de médias entre o grupo com maior abertura econômica e o com menor abertura econômica não permite considerar que haja diferença entre as médias de crédito quando é utilizado como ponto divisor a média do volume total de comércio internacional dividido pelo PIB (82%). Porém quando é utilizada a mediana (74%) o teste permite que se afirme que a média de crédito sobre o PIB existente nos países mais abertos ao comércio internacional é superior (46%), com um nível de significância de 11%, à média dos países de menor grau de integração aos fluxos internacionais de comércio (36%).

As regressões estimadas para os países com baixo grau de abertura econômica (posicionados abaixo da média; tabelas 35 e 36) e para os países de alto grau de abertura (acima da média; tabelas 37 e 38) mostraram os resultados abaixo.

Tabela 35 – Indicadores da Regressão (baixa abertura econômica)

Medida	Valor
R	0,794
R ²	0,630
R ² ajustado	0,614
Graus de liberdade (total)	73
Significância (teste F)	0,000

Tabela 36 – Indicadores das Variáveis Independentes (baixa abertura econômica)

variável	beta	significância (teste t)
constante		0,000
juridico	0,727	0,000
pouptot	0,062	0,457
pi	-0,111	0,147

Tabela 37 – Indicadores da Regressão (alta abertura econômica)

Medida	Valor
R	0,665
R ²	0,442
R ² ajustado	0,402
Graus de liberdade (total)	45
Significância (teste F)	0,000

Tabela 38 – Indicadores das Variáveis Independentes (alta abertura econômica)

variável	beta	significância (teste t)
constante		0,000
juridico	0,476	0,002
pouptot	0,311	0,021
pi	0,040	0,752

Tais resultados mostram regressões com adequações muito boas tanto em termos de R² quanto em termos de teste F. Mais uma vez, a variável referente à eficiência jurídica mostra-se significativa e com sinal conforme o esperado em ambas a regressões, enquanto a poupança aparece significativa apenas para os países mais integrados aos fluxos comerciais internacionais. Contrariamente ao esperado, o nível de estabilidade econômica não se mostrou significativo em nenhuma das regressões.

A regressão linear simples estimada utilizando como variável independente a participação do país nos fluxos internacionais de comércio (trade) mostrou, conforme esperado, uma influência positiva do nível de integração internacional como pode ser visto a seguir (tabelas 39 e 40).

Tabela 39 – Indicadores da Regressão (trade)

Medida	Valor
R	0,201
R ²	0,041
R ² ajustado	0,034
Graus de liberdade (total)	147
Significância (teste F)	0,014

Tabela 40 – Indicadores das Variáveis Independentes (trade)

variável	beta	significância (teste t)
constante		0,000
trade	0,201	0,014

4.6.3 Taxa de Juros

A taxa de juros real, por ser o preço do dinheiro, do crédito, é comumente aceita como um fator diretamente relacionado ao volume de crédito existente em uma economia, sendo pouca a discussão a respeito da existência do efeito crédito, ou seja, quanto maior o volume de crédito existente na economia, menor sua taxa de juros [BLUMENSCHIN (1998)]. Para testar sua influência foi realizada uma série de testes nos moldes dos anteriores. Os dados foram obtidos do *World Development Indicators* do Banco Mundial, referem-se ao ano de 1998 e representam a taxa de juros cobrada em empréstimos, ajustada pelo deflator do PIB.

Primeiramente foi realizado um teste de igualdade de médias (de crédito ao setor privado existente como percentual do PIB) entre dois grupos de países: os que apresentaram uma taxa de juros real superior à média de toda a amostra e os que apresentaram uma taxa inferior à essa média. Tal teste permitiu considerar que há diferença significativa, ao nível de 1%, entre as médias dos dois subgrupos, sendo que o grupo com maiores juros reais apresentou uma média de 27% de crédito ao setor privado em relação ao PIB e aquele com menores juros reais de 56%, mostrando, conforme o esperado, que altas taxas de juros contraem o mercado de crédito.

A seguir foram estimadas regressões separadas para os países com taxa de juros real inferior à média e para os com taxas superior à média. Os resultados mostram bons R²

ajustados (0,491 e 0,455 respectivamente) e níveis de significância do teste F de 0,000. A variável que mede a eficiência apresentou um estimador consistente com os anteriormente encontrados em ambos os casos, com sinais adequados (positivos) e níveis de significância da estatística t aceitáveis a 1%. Já o estimador da variável que mede a estabilidade econômica não se mostrou aceitável em nenhum dos casos nos níveis usuais e o estimador da poupança total apresentou significância apenas para o subgrupo com juros abaixo da média. Abaixo podem ser vistos os resultados para os países com baixos juros reais (tabelas 41 e 42).

Tabela 41 – Indicadores da Regressão (baixos juros)

Medida	Valor
R	0,718
R ²	0,516
R ² ajustado	0,491
Graus de liberdade (total)	60
Significância (teste F)	0,000

Tabela 42 – Indicadores das Variáveis Independentes (baixos juros)

variável	beta	significância (teste t)
constante		0,000
juridico	0,459	0,000
pouptot	0,304	0,004
pi	-0,132	0,223

Os resultados para os países com juros reais mais elevados que a média aparecem abaixo (tabelas 43 e 44).

Tabela 43 – Indicadores da Regressão (altos juros)

Medida	Valor
R	0,711
R ²	0,506
R ² ajustado	0,455
Graus de liberdade (total)	32
Significância (teste F)	0,000

Tabela 44 – Indicadores das Variáveis Independentes (altos juros)

variável	beta	significância (teste t)
constante		0,000
juridico	0,681	0,000
pouptot	0,067	0,647
pi	-0,022	0,870

Consoante com o resultado obtido no teste de médias realizado (mostrado anteriormente) a regressão linear simples estimada, utilizando apenas a taxa de juros real como variável independente, apresentou resultados conforme o esperado, ou seja, um sinal negativo para o estimador referente à taxa de juros reais, indicando que quanto maior o juro, menor o volume de crédito disponível ao setor privado, sendo significativa a 1% (tabelas 45 e 46).

Tabela 45 – Indicadores da Regressão (juroreal)

Medida	Valor
R	0,261
R ²	0,068
R ² ajustado	0,061
Graus de liberdade (total)	124
Significância (teste F)	0,003

Tabela 46 – Indicadores das Variáveis Independentes (juroreal)

variável	beta	significância (teste t)
constante		0,000
juroreal	-0,261	0,003

A regressão que a essa anterior adicionou as três variáveis iniciais de interesse confirmou os sinais e a significância das quatro variáveis, exceção feita ao nível de poupança que apresentou uma estatística t de 0,273. Isso parece ser decorrência da correlação existente entre pouptot e juridico (0,488) e pouptot e juroreal (-0,351), ambas significativas ao nível de

1%, ainda que o número de condição calculado tenha sido de 6,5 para o componente que explica 86% da variância de pouptot e 42% da variância de juroreal. (tabelas 47 e 48).

Tabela 47 – Indicadores da Regressão (Modelo Geral/juroreal)

Medida	Valor
R	0,776
R ²	0,601
R ² ajustado	0,585
Graus de liberdade (total)	103
Significância (teste F)	0,000

Tabela 48 – Indicadores das Variáveis Independentes (modelo Geral/juroreal)

variável	beta	significância (teste t)
constante		0,000
juridico	0,581	0,000
pouptot	0,086	0,273
pi	-0,283	0,001
juroreal	-0,239	0,006

4.7 Estabilidade Econômica

Os testes realizados neste estudo foram possíveis através da operacionalização do conceito de estabilidade econômica com a utilização da variável PI, que representa a inflação no ano em análise. Conforme foi dito, há amplo suporte para esse tipo de utilização, porém, a utilização de uma operacionalização diferente pode trazer resultados divergentes.

Como o foco da variável é a medição da instabilidade econômica, parece coerente buscar um indicador que expresse o quanto o PIB do país tem variado ao longo dos últimos anos e testá-lo como sendo a variável representativa da instabilidade econômica.

Para isso foram coletados dados a respeito do PIB do maior número possível de países que integram a amostra. Tais dados tiveram como fonte, mais uma vez, o relatório *World Development Indicators* (2001) e se basearam nos anos de 1989 a 1998. Foi calculado então a variação real do PIB, ano a ano, sua média e seu o desvio padrão. Finalmente, foi calculado o

coeficiente de variação do PIB para cada um desses países e esse indicador (CVPIB) foi utilizado para representar a instabilidade econômica no país ao invés da inflação (PI).

Assim como na seção 4.3 e 4.4, foram estimadas regressões relacionando o volume de crédito disponível ao setor privado e a variável representativa da instabilidade econômica existente no país, que agora é representada não mais por PI, e sim por CVPIB.

Os resultados da estimação da regressão linear simples foram bons, mas inferiores aos obtidos com PI, conforme pode ser visto abaixo.

$$= \beta_0 + \beta_1 * CVPIB + \varepsilon \quad (\text{Equação 16})$$

Onde:

CREDR2 – raiz quadrada da relação entre crédito ao setor privado e PIB;

CVPIB – coeficiente de variação do PIB.

A equação gerada por esse modelo foi:

$$= 6,591 - 6,632 * CVPIB \quad (\text{Equação 17})$$

Tabela 49 – Indicadores da Regressão (cvpib)

Medida	Valor
R	0,184
R ²	0,034
R ² ajustado	0,028
Graus de liberdade (total)	158
Significância (teste F)	0,020

Tabela 50 – Indicadores das Variáveis Independentes (cvpib)

variável	beta	significância (teste t)
constante		0,000
cvpib	-0,184	0,020

Como pode ser visto acima, a regressão é significativa ao nível de 5% (teste F igual a 2%) e o sinal da variável CVPIB é negativo, de acordo com o esperado, indicando que quanto maior a instabilidade do crescimento do PIB, menor é o volume de crédito ao setor privado disponibilizado na economia. Ambos os resultados porém são inferiores aos obtidos quando da utilização de PI em que o teste F resultou em um valor de 1% e o beta relativo à variável independente era, também negativo, mas com um valor de magnitude superior (-0,268).

Por outro lado, o teste realizado com a inclusão das demais variáveis de interesse (juridico e pouptot) não correspondeu às expectativas iniciais confirmadas quando da utilização de PI, conforme pode ser visto abaixo.

$$= \beta_0 + \beta_1 * JURIDICO + \beta_2 * POUPTOT + \beta_3 * CVPIB + \varepsilon \quad (\text{Equação 18})$$

Onde:

CREDR2 – raiz quadrada da relação entre crédito ao setor privado e PIB;

JURIDICO – índice de eficiência jurídica;

POUPTOT – poupança total como percentual do PIB;

CVPIB – coeficiente de variação do PIB.

Tal modelo gerou a seguinte equação:

$$= 4,89 + 1,741 * JURIDICO + 0,05 * POUPTOT - 1,078 * CVPIB \quad (\text{Equação 19})$$

As tabelas abaixo mostram os bons resultados obtidos para a regressão (tabela 51) e para as variáveis (tabela 52).

Tabela 51 – Indicadores da Regressão (modelo geral)

Medida	Valor
R	0,741
R ²	0,550
R ² ajustado	0,538
Graus de liberdade (total)	121
Significância (teste F)	0,000

Tabela 52 – Indicadores das Variáveis Independentes (modelo geral)

variável	beta	significância (teste t)
constante		0,000
juridico	0,631	0,000
pouptot	0,178	0,014
cvpib	-0,030	0,641

Pelas tabelas acima fica claro que a utilização de CVPIB ao invés de PI como a variável que denota a instabilidade econômica do país faz com que seja rejeitada a hipótese de que esta influencia o volume de crédito existente, pois seu estimador, ainda que apresente o sinal negativo esperado, possui uma significância, medida pelo teste t, de 64%. O R² também revela uma pior adequação da regressão, ainda que continue muito boa, passando de 0,57 para

0,55. Os estimadores para o nível de eficiência jurídica e poupança total também sofrem leve alteração, mas continuam bastante significativos, tanto em termos econômicos quanto em termos estatísticos.

Diversos outros testes haviam sido realizados com PI e foram refeitos com CVPIB, sempre mostrando a pouca significância dessa variável e confirmando os resultados para as outras. Tais resultados com a utilização de CVPIB não invalidam os obtidos quando PI foi utilizado, porém levantam dúvidas sobre a consistência da utilização de uma medida de instabilidade econômica como fator influenciador no volume de crédito de um país.

5 Considerações Finais

Em um país com uma reduzida oferta de crédito como o Brasil [MARTELANC (1998) e CABRAL e PINHEIRO (1998)] é natural que surjam pesquisas a respeito do tema, como uma forma de aprimorar o conhecimento sobre os fatores que condicionam o volume de crédito existente. Apesar disso, poucos são os pesquisadores que se dedicam ao tema. Uma possível explicação para isso é a dificuldade em obter dados relevantes e confiáveis sobre as variáveis que, de acordo com a literatura internacional, se relacionam com o crédito.

Tendo em vista tal quadro, mas não se limitando apenas ao Brasil, este trabalho procurou avaliar o impacto sobre o volume de crédito ao setor privado disponibilizado em um país exercido por três fatores específicos que parecem ser os mais relevantes [PINHEIRO (2003)]:

- eficiência do sistema jurídico;
- nível de poupança total; e
- grau de instabilidade econômica.

Os três conceitos acima foram operacionalizados de modo a permitir suas comparações com a variável dependente relacionada ao crédito. Tal variável foi definida como o volume, relativo ao PIB, das operações de crédito, de origem financeira ou comercial, ao setor privado existente no país.

A pesquisa realizada envolveu a estimação de regressões *cross-section* para cada uma das três variáveis de interesse em relação ao crédito, bem como sua estimação conjunta, em subgrupos e com variáveis adicionais de controle, gerando resultados, de modo geral, dentro do esperado.

5.1 Eficiência Jurídica

Todas as regressões *cross-section* estimadas confirmaram a fundamental importância do sistema jurídico na determinação do volume de crédito disponível no país, tanto em termos econômicos, mostrando que quanto maior a eficiência do sistema jurídico de um país, maior o volume de crédito ao setor privado existente nesse país, quanto em termos estatísticos,

apresentando estimadores sempre significantes ao nível de 2% e, na maior parte dos casos a 1%.

O sistema jurídico, por si só, explica mais de 50% da variância observada no volume de crédito (R^2 ajustado de 0,523) em um país. Seguindo procedimento utilizado, por exemplo, por CABRAL e PINHEIRO (1998) em que é avaliado, através da utilização de regressão previamente estimada (equação 15), o impacto de mudanças nas variáveis independentes na variável dependente, pode ser dito que um país que tenha indicadores na média das três variáveis independentes estudadas que consiga promover uma melhoria de apenas meio desvio padrão apenas na variável referente à eficiência jurídica perceberia uma elevação no volume de crédito disponível ao setor privado de 29%. Um impacto positivo como esse advindo da melhoria de apenas um fator condicionante do volume de crédito é notável e causaria grandes mudanças na economia do país em que ocorresse.

Testes de média foram realizados e confirmaram, com uma estatística t de 2,255, resultados anteriores como os de LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY (1998) que apontaram que um sistema legal que tenha sua origem no direito consuetudinário está claramente relacionado a um ambiente em que o volume de crédito disponível ao setor privado é superior (58% do PIB) ao verificado em países cujo sistema legal derive do direito civil francês (38% do PIB).

Ainda que a amostra utilizada tenha relativamente poucas observações referentes a países cujo sistema legal derive de outras subdivisões do direito civil como o alemão, o escandinavo e o socialista, uma análise descritiva indica que, conforme o esperado, os países de origem no direito civil alemão são o subgrupo que apresenta maior volume médio de crédito em relação ao PIB (122%), estando inclusive acima do revelado sobre os países de direito consuetudinário, o mesmo ocorrendo com os escandinavos (68% do PIB). Por outro lado, a única observação relacionada ao direito civil de ascendência socialista apresentou um volume bastante baixo de crédito em relação ao PIB (10%).

Tais resultados confirmam a hipótese de que o sistema jurídico é fator condicionante do volume de crédito ao setor privado existente no país, uma vez que países com sistemas caracterizados por fornecerem maior proteção aos contratos (de origem, especialmente, no direito consuetudinário e no direito civil alemão) apresentaram um maior volume de crédito

em relação aos países cujos sistemas sejam conhecidos por propiciar um menor grau de proteção (como os de origem no direito civil francês e socialista).

Sendo o crédito fundamental para a expansão das empresas em um país, tanto por possibilitar que invistam e aumentem a oferta de seus produtos quanto por propiciar que os indivíduos aumentem sua demanda, é imprescindível que análises a respeito dos fatores condicionantes do volume de crédito sejam realizadas. Os resultados desse tipo de análise não devem ser vistos como um fim em si mesmo e sim como indicativos de medidas a serem tomadas para que os problemas constatados sejam minorados.

Estando entre os critérios de eficiência do sistema jurídico a confiança que a sociedade deposita nas regras vigentes, a percepção sobre a efetividade e previsibilidade do judiciário e a aplicabilidade dos contratos, algumas sugestões podem ser elaboradas como:

- Reduzir os custos de acesso ao judiciário e melhor aparelhá-lo para que suas decisões levem menos tempo para serem tomadas, aumentando assim sua efetividade;
- Agir de modo a reduzir a influência política e governamental nas decisões dos tribunais;
- Ampliar a segurança jurídica dos contratos de crédito através da adoção de leis claras e objetivas que propiciem processos de cobrança e renegociação mais eficientes e ágeis;
- Aumentar o rigor na execução dos contratos causando uma melhor percepção a respeito de sua aplicabilidade.

É importante notar, como faz PINHEIRO (1996), que reformas no sistema jurídico são de grande complexidade e custo pois visam mudar o foco de sua atuação dos provedores de serviços jurídicos para os consumidores desses serviços. Enquanto a perda para os primeiros é facilmente mensurável, o ganho para os segundos e, conseqüentemente, o ganho líquido para a sociedade é de difícil análise. Portanto, uma maneira de mostrar às sociedades os benefícios de uma reforma judicial é buscar mensurar detalhadamente os custos atuais e os ganhos potenciais decorrentes de tal reforma.

5.2 Poupança

A poupança total, resultado da somatória da poupança nacional pública, da poupança nacional privada e da poupança externa, também se mostrou um fator condicionante relevante do volume de crédito ao setor privado disponibilizado em um país. Os resultados obtidos com sua análise, tanto individualmente, quanto conjuntamente com os outros dois fatores condicionantes focos deste estudo (eficiência jurídica e instabilidade econômica), revelaram uma associação positiva e significativa (ao nível de 5%) entre poupança e crédito, conforme o esperado, ou seja, uma elevação da poupança causaria uma elevação do crédito disponível.

Os testes que utilizaram a amostra total de maneira subdividida apresentaram resultados menos conclusivos a respeito da influência da poupança sobre o crédito. Esta se mostrou relevante tanto economicamente quanto estatisticamente nas equações estimadas para os países de direito civil, direito comum, com baixo grau de desenvolvimento, com alto nível de integração ao comércio internacional e com juros reais baixos. Porém não se mostrou significativa em outras tantas equações estimadas.

Deste modo, o estudo não pode ser categórico a respeito da influência positiva da poupança sobre o nível de crédito, mas as evidências apontam no sentido de que esta é a hipótese mais provável e que para comprová-la ou refutá-la, novos testes são necessários.

Não obstante a não unanimidade das evidências encontradas e dado que os resultados significativos obtidos confirmaram o impacto positivo da poupança total no volume de crédito ao setor privado, é inescapável relembrar uma consideração comum à maior parte dos estudos a respeito da influência da poupança sobre diversos agregados econômicos, dentre os quais o aqui estudado crédito ao setor privado: enquanto medidas que visam a elevação da poupança privada interna e a utilização da poupança externa sejam motivos de discórdia, parece unânime que a poupança pública, quando negativa, é mais prejudicial à economia quando originária de altos gastos correntes do que quando direcionada para investimentos.

5.3 Instabilidade Econômica

Os resultados dos testes sobre a relação entre crédito e instabilidade econômica foram um pouco menos conclusivos que os anteriores. A instabilidade econômica foi medida, primeiramente, como sendo equivalente à taxa de inflação do ano no país [FISCHER (1993) e

PINDYCK e SOLIMANO (1993)], ou seja, uma maior taxa de inflação indica um país com maior instabilidade econômica. A hipótese de que um maior grau de instabilidade econômica leva a um menor volume de crédito disponível ao setor privado foi validada pela análise da relação entre crédito e instabilidade econômica e entre crédito e instabilidade econômica, eficiência jurídica e poupança. Em ambos os casos um maior grau de instabilidade econômica se mostrou negativamente associado ao volume de crédito.

Testes com estratos da amostra total, porém, foram menos conclusivos, sendo que apenas no subgrupo composto pelos países que têm sua origem legal no direito comum, bem como o teste com toda a amostra e a inclusão como variável explicativa da taxa de juros real o grau de instabilidade se mostrou significativo em termos econômicos e estatísticos. Nos demais testes não foi constatada significância estatística ao nível de 5%.

Estes últimos testes não devem ser encarados como resultados que anulam os anteriores pois a relação geral é de impacto negativo da instabilidade econômica no volume de crédito, mas levantam a necessidade de novos estudos para que sejam esclarecidos os motivos da variabilidade das relações encontradas.

Como medida alternativa de instabilidade econômica, foi utilizado o coeficiente de variação do PIB relativo ao período de 1989 a 1998. Os resultados encontrados desse modo foram inferiores aos obtidos com a outra especificação, se mostrando significativos (ao nível de 5%) apenas quando analisados isoladamente frente ao crédito. Mais uma vez a relação básica foi confirmada sem, no entanto, se manter significativa nos demais testes.

Como os resultados significativos encontrados quando da análise do impacto da instabilidade econômica sobre o volume de crédito ao setor privado confirmaram a hipótese básica de pesquisa, de que a instabilidade reduz o crédito deve-se, apesar da necessidade de aperfeiçoamentos neste ponto do estudo, buscar maneiras de reduzir os níveis inflacionários e de propiciar que o PIB tenha um desempenho mais estável de modo que o mercado de crédito possa ter seus volumes de operações elevados.

5.4 A Situação Brasileira

Através da utilização das regressões estimadas que relacionavam o crédito ao setor privado à eficiência do sistema jurídico, ao nível de poupança do país e ao grau de

instabilidade econômica nele existente pode-se inferir o impacto que mudanças em cada uma dessas variáveis independentes causaria. Os resultados mostraram que uma melhoria de apenas meio desvio padrão em cada uma das variáveis independentes causaria, no Brasil, uma elevação do crédito ao setor privado de 43%, que passaria de 34,64% do PIB para 49,40% do PIB. A melhoria apenas da variável referente ao sistema jurídico, mantendo-se as outras variáveis (referentes à poupança agregada e ao nível de instabilidade econômica) constantes faria com que a relação entre crédito e PIB se elevasse 38%, passando a 47,8%.

Tal magnitude de evolução nas variáveis independentes, logicamente, não poderia ocorrer em um curto espaço de tempo, mas indicam o quanto a situação atual do mercado de crédito brasileiro é por elas restringida. Uma análise mais aprofundada do caso brasileiro poderia aperfeiçoar a compreensão dessas relações e do funcionamento do mercado de crédito, e se faz necessária em futuros trabalhos.

5.5 Considerações Adicionais

Apesar do foco desta pesquisa ser avaliar o impacto que, especificamente, três fatores (eficiência jurídica, poupança e instabilidade econômica) têm sobre o volume de crédito, algumas outras variáveis foram analisadas devido à sua importância teórica e empírica.

Testes foram conduzidos para esclarecer a relação entre crédito e o nível de desenvolvimento do país, o grau de integração ao comércio internacional e a taxa de juros real vigente em sua economia.

O nível de desenvolvimento do país foi medido através de sua participação na OCDE e pelo seu PIB *per capita*. Regressões foram estimadas com cada uma dessas especificações e em ambas foi comprovado, ao nível de 1%, que quanto mais desenvolvido é o país, maior o volume de crédito ao setor privado em sua economia. Quando a amostra foi dividida entre países mais desenvolvidos e países menos desenvolvidos, também ficou comprovado que os primeiros apresentam um volume de crédito superior aos últimos.

Quanto mais integrado aos fluxos de comércio internacional é um país, maior será o volume de crédito na economia pois esta se beneficiaria de mecanismos de crédito comercial internacionais com maior facilidade. Tal hipótese foi confirmada, ao nível de 1% de

significância, pela constatação do impacto positivo do grau de participação no comércio internacional no volume de crédito.

Uma última análise foi realizada, a respeito do impacto da taxa de juros real no volume de crédito. Supostamente, uma elevada taxa de juros real estaria associada a um volume pequeno de operações de crédito ao setor privado. A amostra foi dividida entre países com juro real alto e países com juro real baixo. Independente de como a divisão foi feita, se utilizando a média ou a mediana como ponto de corte, o grupo classificado como de juros altos apresentou um volume médio de crédito inferior ao grupo de juros baixos (1% de significância). Além disso, foi constatada uma relação negativa e significativa, também com um nível de significância de 1%, entre a taxa de juros reais no país e o volume de crédito ao setor privado na mesma nação.

Como pode ser visto, os resultados, de modo geral, suportam as hipóteses anteriormente apresentadas, mas, claramente, não esgotam o assunto. PINHEIRO (2003) relata que a percepção que os executivos de bancos no Brasil, que tem seu sistema legal originário do direito civil francês, têm da legislação civil em si, não é ruim. Eles acreditam que os maiores entraves sejam a legislação processual civil e sua aplicação pelo judiciário. Esse é um ponto que deve ser melhor estudado e que pode explicar as diferenças nos diferentes volumes de crédito que prevalecem em países com a mesma origem legal. Nesse sentido, uma melhor análise dos sistemas jurídicos com sua subdivisão entre o ramo do direito e os procedimentos de aplicação seria importante para entender melhor onde os sistemas legais realmente se diferenciam, quais seus pontos fortes e fracos e como aperfeiçoá-los.

De maneira semelhante, subdivisões da poupança total, entre pública nacional, privada nacional e externa, podem ajudar a melhor entender a relações destas com o crédito. A instabilidade econômica, por sua vez, talvez seja melhor avaliada com outras formas de operacionalização, isoladas ou em conjunto com as aqui utilizadas. Integração internacional, renda e, especialmente, taxa de juros, se mostraram fatores relevantes que merecem maior aprofundamento em novos estudos.

Há ainda outros fatores não analisados que sugerem que pesquisas mais apuradas, tanto em termos de método quanto em termos de escopo, deverão ser realizadas. ENGERMAN e SOKOLOFF (1997) e LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, POP-ELECHES e SHLEIFER (2003) analisam diferenças climáticas entre países que podem estar relacionadas

a melhores instituições. A fracionalização etno-linguística também é estudada como determinante da qualidade das instituições nacionais pois há indícios teóricos [ALESINA *et al.* (1999)] e empíricos [EASTERLY e LEVINE (1997), LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY (1999) e LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, POP-ELECHES e SHLEIFER (2003)] de que grupos que assumem o poder em sociedades etnicamente fracionadas agem para expropriar os grupos étnicos perdedores, restringir sua liberdade de oposição e de produção [LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, POP-ELECHES e SHLEIFER (2003)]. Ademais, pela pretensão que representaria, não é intenção desta dissertação esgotar o tema proposto.

Mesmo assim é de se esperar que o acúmulo de conhecimento possa causar um consenso, ao menos em alguns pontos, suficientemente forte para caminharmos na direção de uma economia de mercado que, efetivamente, possibilite que as empresas com bons projetos de investimento tenham o necessário acesso a crédito, propiciando assim o desenvolvimento das atividades empresariais e do país como um todo.

6 Referências Bibliográficas

ABEL, Andrew B. Optimal Investment Under Uncertainty. *American Economic Review*, v. 73, nº 1, p. 228-233, março 1983.

ABEL, Andrew B. e EBERLY, Janice C. A Unified Model of Investment Under Uncertainty. *American Economic Review*, v. 84, nº 1, p. 1369-1384, dezembro 1994.

AGÉNOR, Pierre-Richard e AIZENMAN, Joshua. Contagion and Volatility with Imperfect Credit Markets. Working Paper of the International Monetary Fund. WP 97/127, 1997.

AITH, Marcio. O Impacto do Judiciário nas Atividades das Instituições Financeiras. In: PINHEIRO, Armando Castelar. *O Judiciário e a Economia no Brasil*. São Paulo: Sumaré, 2000. Cap. 7, p. 86-92.

AIZENMAN, Joshua e MARION, Nancy. Volatility, Investment and Disappointment Aversion. NBER Working Paper. nº 5386, 1995.

AIZENMAN, Joshua e MARION, Nancy. Volatility and the Investment Response. NBER Working Paper. nº 5841, 1996.

AIZENMAN, Joshua e POWELL, Andrew. Volatility and Financial Intermediation. NBER Working Paper. nº 6320, dezembro, 1997.

ALESINA, Alberto e PEROTTI, Roberto. The Political Economy of Growth: A Critical Survey of the Recent Literature. *The World Bank Economic Review*. v. 8, Nº 3, Setembro 1994.

ALESINA, Alberto, BAQIR, Reza, e EASTERLY, William. Public Goods and Ethnic Divisions. *Quarterly Journal of Economics*. v. 114, 1243-1284, 1999.

ARAÚJO, Aloísio. As Leis de Falência: Uma Abordagem Econômica. *Trabalhos para Discussão - Banco Central do Brasil*. nº 57, 2002.

ATTANASIO, Orazio P. e BROWNING, Martin. Consumption Over the Life Cycle and Over the Business Cycle. *American Economic Review*. v. 85, nº 5, p. 1118-1137, dezembro 1995.

ATTANASIO, Orazio P. e WEBER, Guglielmo. Is Consumption Growth Consistent with Intertemporal Optimization? Evidence from the Consumer Expenditure Survey. *Journal of Political Economy*, v. 103, nº 6, p. 1121-1157, dezembro 1995.

BAER, Elliott. Budget Deficits and Interest Rates: To Crowd or Not to Crowd? 17/11/2003.

BAILEY, Martin J. e RUBIN, Paul H. A Positive Theory of Legal Change. *International Review of Law and Economics*. v. 14, 467-477, 1994.

BALDACCI, Emanuele, CLEMENTS, Benedict e GUPTA, Sanjeev. Using Fiscal Policy to Spur Growth. *Finance & Development*, v. 40, p. 28-31, dezembro 2003.

BALL, Laurence e MANKIW, N. Gregory. What do budget deficits do? Budget Deficits and Debt: Issues and Options, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, p. 95-119, 1995.

Banco Central do Brasil. Nota para a Imprensa – Política Fiscal. 30/01/2004.

Banco Mundial, "World Development Indicators", 2001

BARCELOS, Luiz Cláudio e CARVALHO, Antônio Gledson. Determinantes do Acesso ao Crédito Empresarial no Brasil. Julho 2002.

BARRO, Robert. Are Government Bonds Net Wealth? *Journal of Political Economy*, v. 82, nº 6, p. 1095-1117, 1974.

BARRO, Robert e WOLF, Holger. Economic Growth in a Cross Section of Countries. *Quarterly Journal of Economics*. v. 106, nº 2, p. 407-443, maio, 1991.

BARROS, Lucas Ayres, FAMÁ, Rubens e SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. Estrutura de Governança e Valor nas Companhias Abertas Brasileiras - Um Estudo Empírico. Artigo enviado para publicação na RAE/GV, 2003.

BARTH James R., IDEN, George, RUSSEK, Frank S. e WOCHAR, Mark. The Effects of Federal Budget Deficits on Interest Rates and the Composition of Domestic Output. In: PENNER, Rudolph G. The Great Fiscal Experiment. Washington, D.C.: Urban Institute Press, 1991. p. 69-129.

BECK, Thorsten. Impediments to the Development and Efficiency of Financial Intermediation in Brazil. World Bank Working Paper. n° 2382, 2000.

BECK, Thorsten e LEVINE, Ross. Legal Institutions and Financial Development. World Bank Working Paper. n° 3136, setembro, 2003.

BECK, Thorsten, DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli e LEVINE, Ross. Law, Endowments and Finance. Journal of Financial Economics. V. 70, n° 2, setembro, 2002a.

BECK, Thorsten, DEMIRGÜÇ-KUNT e LEVINE, Ross. Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter? NBER Working Paper. n° 9379, dezembro, 2002b.

BECK, Thorsten, LEVINE, Ross e LOYAZA, Norman. Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes. World Bank Working Paper. n° 2059, setembro 1999.

BERKOWITZ, J. e WHITE, M. Bankruptcy and Small Firms' Access to Credit. NBER Working Paper. n° 9010, 2002.

BERNANKE, Ben S. Irreversibility, Uncertainty and Cyclical Investment. Quarterly Journal of Economics. v. 98, n° 1, fevereiro 1983.

BERNHEIM, B. Douglas. A Neoclassical Perspective on Budget Deficits. Journal of Economic Perspectives. v. 3, n° 2, p. 55–72, 1989.

BERTOLA, Giuseppe. Irreversible Investment. Working Paper Princeton University. 1989.

BERTOLA, Giuseppe. Flexibility, Investment and Growth. Journal of Monetary Economics. v. 34, p. 215-238, outubro 1994.

BLACK, Fischer. Business Cycles and Equilibrium. Cambridge, Mass.: Basil Blackwell, Inc., 1987.

BLEANEY, Michael F. Macroeconomic Stability, Investment and Growth in Developing Countries. *Journal of Development Economics*. v. 48, nº 2, Março 1996.

BLUMENSCHIN, Fernando. An Econometric Analysis of the Effects of Macroeconomic Variables. *Economia Aplicada*. v. 2, nº 3, 1998.

BOOTHE, Paul M. e REID, Bradford G. Asset Returns and Government Budgets in a Small Open Economy. *Journal of Monetary Economics*. v. 23, p. 65-77, janeiro 1989.

BRANDÃO, Vladimir. O Ponto de Vista dos Exportadores. In: PINHEIRO, Armando Castelar. *O Judiciário e a Economia no Brasil*. São Paulo: Sumaré, 2000. Cap. 5, p. 67-78.

BRUNETTI, Aymo e WEDER, Beatrice. Subjective Perceptions of Political Instability and Economic Growth. Mimeo, 1995.

BUCHANAN, James, M. Barro on the Ricardian Equivalence Theorem. *Journal of Political Economy*. v. 84, nº 2, p. 337-342, abril, 1976.

CABALLERO, Ricardo J. On the Sign of the Investment-Uncertainty Relationship. *American Economic Review*. v. 81, nº 1, 279-288, março 1991.

CABALLERO, Ricardo. Macroeconomic Volatility in Latin America: A View and Three Case Studies. NBER Working Paper. nº 7782, julho 2000.

CABRAL, Célia e PINHEIRO, Armando Castelar. Mercado de Crédito no Brasil: O Papel do Judiciário e de Outras Instituições. *Ensaio BNDES*, nº 9, 1998.

CAMPBELL, John Y. e MANKIW, N. Gregory. Consumption, Income and Interest Rates: Reinterpreting the Time Series Evidence. *NBER Macroeconomics Annual*. p. 185-216, 1989.

CANZONERI, Matthew B., CUMBY, Robert E. e DIBA, Behzad T. Should the European Central Bank and the Federal Reserve Be Concerned About Fiscal Policy? In: *Rethinking Stabilization Policy*. Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, agosto 2002.

CAPRIO JR., Gerard e DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli. The Role of Long Term Finance: Theory and Evidence. *The World Bank Research Observer*. v. 13, nº 2, agosto 1998.

CARROL, Christopher D. e SUMMERS, Lawrence H. Consumption Growth Parallels Income Growth: Some New Evidence. In: BERNHEIM, B. Douglas e SHOVEN, John B. National Saving and Economic Performance. Chicago: University of Chicago Press, p. 305-343, 1991.

CARROL, Christopher D. e WEIL, David N. Saving and Growth: A Reinterpretation. NBER Working Paper. nº 4470, setembro 1993.

CARVALHO, A. Gedson. Lei de Falência, Acesso ao Crédito Empresarial e Taxas de Juros no Brasil. Texto preparado para a Febraban. Maio 2003.

CLAGUE, C., KEEFER, P., KNACK, S. e OLSON, M. Contract-Intensive Money: Contract Enforcement, Property Rights and Economic Performance. IRIS Working Paper. nº 151, 1995.

COASE, Ronald. The Problem of Social Cost. 1960.

COASE, Ronald. The Firm, the Market and the Law. Chicago: The University of Chicago Press, 1988.

Congressional Budget Office. Long-Term Budgetary Pressures and Policy Options. Março 1997.

CUKIERMAN, Alex, EDWARDS, Sebastian e TABELLINI, Guido. Seigniorage and Political Instability. American Economic Review. v. 82, nº 3, p. 537-555, junho 1992.

DAMODARAN, Aswath. Corporate Finance: Theory and Practice. John Wiley & Sons, 1997.

DARBY, J., *et al.* The Impact of Exchange Rate Uncertainty on the Level of Investment. CEPR Discussion Paper. nº 1896, 1998.

DE GREGÓRIO, Jose. Inflation Taxation and Long-Run Growth. Journal of Monetary Economics. v. 31, nº 3, p. 271-298, junho 1993.

DE GREGÓRIO, Jose e STURZNEGGER, Federico. Financial Markets and Inflation under Imperfect Information. Journal of Development Economics, v. 54 nº 1, pp. 149-168, 1994.

DE LONG, J. Bradford e SUMMERS, Lawrence H. Equipment Investment and Economic Growth. *Quarterly Journal of Economics*, v. 106, nº 2, p. 369-406, maio 1991.

DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli e HUIZINGA, Harry. Determinants of Commercial Bank Interest Margins and Profitability: Some International Evidence. *World Bank Economic Review*, v. 13, nº 2, p. 379-408, maio 1998.

DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli e MAKSIMOVIC, Vojislav. Capital Structure in Developing Countries: Evidence From Ten Country Cases. *World Bank Working Papers*, 1995.

DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli e MAKSIMOVIC, Vojislav. Financial Constraints, Uses of Funds, and Firm Growth: An International Comparison. *World Bank Policy Research Working Paper*, 1996.

DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli e MAKSIMOVIC, Vojislav. Institutions, Financial Markets, and Firm Debt Maturity. *World Bank Policy Research Working Paper*, nº 1686, 1996.

DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli e MAKSIMOVIC, Vojislav. Stock Market Development and Firm Financing Choices. *The World Bank Economic Review*, v. 10, nº 2, p. 341-69, 1996.

DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli e MAKSIMOVIC, Vojislav. Law, Finance and Firm Growth. *Journal of Finance*, v. 53, nº 6, dezembro, 1998.

DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli e MAKSIMOVIC, Vojislav. Funding Growth in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence from Firm Level Data. *Abril 2001*.

DIXIT, Avinash e PINDYCK, Robert S. *Investment Under Uncertainty*. Princeton University Press. Princeton, New Jersey, 1994.

DIXIT, Avinash e ROB, Rafael. Switching Costs and Sectoral Adjustments in General Equilibrium with Uninsured Risk. *Journal of Economic Theory*, fevereiro 1994.

DORNBUSCH, Rudiger. National Saving and International Investment: Comment. In: National Saving and Economic Performance, editado por B. Douglas Bernheim e John B. Shoven, p. 220-226, Chicago: University of Chicago Press, 1991.

DORNBUSCH, Rudiger e FISCHER, Stanley. Macroeconomia. São Paulo: Makron Books, 1991.

EASTERBROOK, R. e FISCHER, D. The Economic Structure of Corporate Law. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1991.

EASTERLY, William e LEVINE, Ross. Africa's Growth Tragedy: Policies and Ethnic Divisions. Quarterly Journal of Economics, v. 112, p. 1203-1250, 1997.

ELMENDORF, Douglas W. Actual Budget Deficits and Interest Rates. Harvard University Mimeo, Department of Economics, Harvard University, Março 1993.

ELMENDORF, Douglas W. e LIEBMAN, Jeffrey B. Social Security Reform and National Saving in na Era of Budget Surpluses. Brookings Papers of Economic Activity, v. 2, p. 1-71, 2000.

ELMENDORF, Douglas W. e MANKIW, N. Gregory. Government Debt. NBER Working Paper, nº 6470, março 1998.

ENGERMAN, Stanley e SOKOLOFF, Kenneth. Factor Endowments, Institutions, and Differential Paths of Growth among New World Economies. In: How Latin America Fell Behind, Stanford, CA: Stanford University Press, 1997.

EVANS, Paul. Interest Rates and Expected Future Budget Deficits in the United States. Journal of Political Economy, v. 95, p. 34-58, fevereiro 1987a.

EVANS, Paul. Do Budget Deficits Raise Nominal Interest Rates? Evidence from Six Countries. Journal of Monetary Economics, v. 20, p. 281-300, setembro 1987b.

FACHADA, Pedro, FIGUEIREDO, Luiz Fernando e LUNDBERG, Eduardo. Sistema Judicial e Mercado de Crédito no Brasil. Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, nº 35, 2003.

FATÁS, Antonio. The Effects of Business Cycles on Growth. Working Paper Banco Central do Chile, nº 156, maio 2002.

FELDSTEIN, Martin e BACCHETTA, Phillipe. National Saving and International Investment. In: National Saving and Economic Performance, editado por B. Douglas Bernheim e John B. Shoven, p. 201-220, Chicago: University of Chicago Press, 1991.

FELDSTEIN, Martin e HORIOKA, Charles. Domestic Savings and International Capital Flows. Economic Journal, v. 90, p. 314-329, junho 1980.

FISCHER, Stanley e MODIGLIANI, Franco. Towards an Understanding of the Real Effects and Costs of Inflation. NBER Working Paper, nº 0303, abril, 1980.

FISCHER, Stanley. Inflation and Growth. NBER Working Paper, nº 1235, dezembro 1983.

FISCHER, Stanley. Indexing, Inflation and Economic Policy. MIT Press, 1986.

FISCHER, Stanley, Macroeconomics, Development and Growth. NBER Macroeconomics Annual, p. 329-364, 1991.

FISCHER, Stanley. The Role of Macroeconomic Factors in Growth. NBER Working Paper, nº 4565, 1993.

FISCHER, Stanley. Macroeconomic, Development and Growth. NBER Macroeconomics Annual, p. 329-364, 2001.

GALE, William e ORSZAG, Peter. Economic Effects of Sustained Budget Deficits. National Tax Journal, v. 56, p. 463-485, setembro 2003.

GALE, William e POTTER, Samara R. An Economic Evaluation of the Economic Growth and Tax Relief and Reconciliation Act of 2001. National Tax Journal, v. 54, nº 1, p. 133-186, março 2002.

GALINDO, Arturo. Creditor Rights and the Credit Market: Where do We Stand? Working Paper, nº 448, Inter-American Development Bank, 2001.

GITMAN, Lawrence H. *Princípios de Administração Financeira*, São Paulo: Habra, 2002.

GOLDFAJN, Ilan. Há Razões para Duvidar que a Dívida Pública no Brasil é Sustentável? Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, nº 25, 2002.

GOLDSMITH, Raymond W. *Financial Structure and Development*. New Haven/CT: Yale University Press, 1969.

GUISSARRI, A. C. *Judicial Security and Growth with Institutional Restrictions*. The Fraser Institute y Tinker Foundations, outubro 2000.

GUL, Faruk. A Theory of Disappointment Aversion. *Econometrica*, v. 59, p. 667-686, 1991.

GYLFASON, Thorvaldur. Inflation, Growth and External Debt: A View of the Landscape. *The World Economy*, v. 14, nº 3, p. 279-298, setembro 1991.

HAIR, “Multivariate Data Analysis with Readings”, 1995.

HALL, Robert E. e MISHKIN, Frederic S. The Sensitivity of Consumption to Transitory Income: Estimates from Panel Data on Households. *Econometrica*, v. 50, p. 461-481, março 1982.

HART, Oliver e MOORE, John. Debt and Seniority: An Analysis of Hard Claims in Constraining Management. *American Economic Review*, v. 85, p. 567–587, 1995.

HARTMAN, Richard. The Effects of Price and Cost Uncertainty on Investment. *Journal of Economic Theory*, v. 5, p. 258-266, outubro 1972.

HAUSSMAN, Ricardo. *La Economía Política de la Reforma Judicial en América Latina*. mimeo, 1996.

HAUSSMAN, Ricardo e GAVIN, Michael. *Macroeconomic Volatility in Latin America: Causes, Consequences and Policies to Assure Stability*. Inter-American Development Bank, mimeo, 1995.

HAY, Jonathan, SHLEIFER, Andrei e VISHNY, Robert W. Toward a Theory of Legal Reform. *European Economic Review*, v. 40, nº 3-5, abril 1996.

HAYEK, Friedrich. *The Constitution of Liberty*. Chicago, IL: The University of Chicago Press, 1960.

HOLDEN, P. e RAJAPATIRANA. *Unshackling the Private Sector: a Latin American Story*. World Bank, mimeo, setembro 1994.

INGERSOLL, Jonathan e ROSS, Stephen. Waiting to Invest: Investment and Uncertainty. *Journal of Business*, janeiro 1992.

Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. *Pesquisa Mensal de Emprego*. Comunicação Social, 23/01/2004.

JAFFEE e STIGLITZ, "Credit Rationing", 1990

JENSEN, M.C. e MECKLING, W.H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, nº 4, p. 305-360, outubro 1976.

JUDSON, Ruth e ORPHANIDES, Athanasios. *Inflation, Volatility and Growth*. Finance and Economics Discussion Papers, Federal Reserve, 1996.

KAUFMANN, Daniel, KRAAY, Aart e MASTRUZZI, Massimo. *Governance Matters III: Governance Indicators for 1996-2002*. World Bank Policy Research Department Working Paper. 2003

KING, R. e LEVINE, R. Financial Intermediation and Economic Development. In: Mayer, Colin e Vives, Xavier. *Financial Intermediation in the Construction of Europe*. Londres: Center for Economic Policy Research, p. 156-189, 1993a.

KING, R. e LEVINE, R. Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics*, v. 108, nº 3, p. 717-737, 1993b.

KING, R. e LEVINE, R. Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence. *Journal of Monetary Economics*, v. 32, nº 3, p. 513-542, 1993c.

KNACK, Stephen e KEEFER, Philip. Institutions and Economic Performance: Cross Country Tests Using Alternative Institutional Measures. *Economics and Politics*, v. 7, nº 3, 1995.

KORMENDI, Roger C. e MEGUIRRE, Philip G. Macroeconomic Determinants of Growth: Cross-Country Evidence. *Journal of Monetary Economics*, v. 16, nº 2, p. 141-164, setembro 1985.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., POP-ELECHES, Christian e SHLEIFER, A. Judicial Checks and Balances. NBER Working Paper, nº 9775, junho 2003.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F. e SHLEIFER, A. Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, v. 54, p. 717- 738, 1998.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. e VISHNY, R. Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, v. 52, nº 3, p. 1131-1150, 1997.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. e VISHNY, R. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. e VISHNY, R. The Quality of Government. *Journal of Law, Economics, and Organization*, v. 15, p. 222-279, 1999.

LAMOUNIER, Bolívar, PINHEIRO, Armando Castelar e SADEK, Maria Tereza. O Judiciário Brasileiro: Uma Avaliação das Empresas. In: PINHEIRO, Armando Castelar (org.) *O Judiciário e a Economia no Brasil*. São Paulo: Sumaré, abril 2000.

LEVINE, Ross. The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth. *Journal of Money Credit and Banking*, forthcoming, 1998.

LEVINE, Ross e ZERVOS, Sara. Looking at the Facts: What We Know About Policy and Growth From Cross-Country Analysis. World Bank, mimeo, outubro 1992.

LEVINE, Ross e ZERVOS, Sara. Stock Markets, Banks and Economic Growth. *American Economic Review*, forthcoming, 1998.

LEVY, Brian and SPILLER, Pablo T. Regulation, Institutions, and Commitment in Telecommunications: a Comparative Analysis of Five Country Studies. World Bank Annual Conference on Development Economics, 1994.

MAKLER, Alexandre B. The Privatization of Electricity Distribution in Brazil: a Public Law Analysis. Mimeo. Berkeley: Law School, University of California, abril 1996.

MARTELANC, Roy. Proposição e Avaliação de Política de Hierarquização de Fontes de Financiamento sob Restrições de Capital, Tese de doutorado defendida na FEA/USP. São Paulo, 1998.

MARTINS, Gilberto de Andrade. Manual para Elaboração de Monografias e Dissertações. São Paulo: ed. Atlas, 3ª edição, 2002.

MATTAR, Fauze Najib. Pesquisa de Marketing: Metodologia, Planejamento, São Paulo: ed. Atlas, 1996.

MAURO, Paolo. Corruption e Growth. Quarterly Journal of Economics, v. 110, nº 3, agosto 1995.

MERRYMAN, John Henry. The Civil Law Tradition: An Introduction to the Legal Systems of Western Europe and Latin America. Stanford, CA: Stanford University Press, 1985.

MIRMAN, Leonard. Uncertainty and Optimal Consumption Decisions, Econometrica, janeiro 1971.

MODIGLIANI, F. e MILLER, M. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. American Economic Review, 1958.

MODIGLIANI, F. e PEROTTI, E. Security Markets versus Bank Financing and the Enforcement of Legal Rules, mimeo, 1999.

MÜNCH. Bandas de Câmbio, Expectativas de Desvalorização, Volatilidade e Crescimento Econômico: Uma Análise Comparativa entre o Brasil e outros Países Emergentes. Tese de doutorado, FGV-RJ, 1998.

NORTH, Douglass. Institutions, Institutional Change, and Economic Performance. Cambridge, U.K.: Cambridge University Press, 1990.

NORTH, Douglass C. Institutions. *Journal of Economic Perspectives*, v. 5, nº 1, Winter 1991.

NORTH, Douglass C. Transaction Costs, Institutions, and Economic Performance. *International Center for Economic Growth, Occasional Papers*, nº 30, 1992.

NORTH, Douglass, and WEINGAST, Barry R. Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth-Century England. *Journal of Economic History*, v. 49, p. 803-832, 1989.

NUNES, Eunice. O Judiciário e as Micro e Pequenas Empresas. In: PINHEIRO, Armando Castelar (org.) *O Judiciário e a Economia no Brasil*. São Paulo: Sumaré, abril 2000.

OBSTFELD, Maurice e ROGOFF, Kenneth. The Six Major Puzzles in International Economics: Is There a Common Case? *NBER Macroeconomics Annual 2000*, editado por Bem S. Bernanke e Kenneth Rogoff, p. 339-390, Cambridge, MA: MIT Press, 2000.

OLSON, Mancur. Distinguished Lecture on Economics in Government: Big Bills Left on the Sidewalk: Why Some Nations are Rich, and Others Poor. *Journal of Economic Perspectives*, v. 10, nº 2, Spring 1996.

PAGANO, M. Financial Markets and Growth: an Overview. *European Economic Review*, v. 37 nº 2-3, p. 613-622, 1993.

PINDYCK, Robert. Irreversible Investment, Capacity Choice and the Value of the Firm. *American Economic Review*, v. 79, p. 969-985, dezembro 1988.

PINDYCK, Robert. Irreversibility, Uncertainty and Investment. *Journal of Economic Literature*, setembro 1991.

PINDYCK, Robert S. e SOLIMANO, Andres. Economic Instability and Aggregate Investment. *NBER Working Paper*, nº 4380, Junho 1993.

PINHEIRO, Armando Castelar. Judicial System Performance and Economic Development. *Ensaios BNDES*, nº 2, 1996.

PINHEIRO, Armando Castelar. Economic Cost of Judicial Inefficiency in Brazil. mimeo Idesp, 1998.

PINHEIRO, Armando Castelar. Conclusões. In: PINHEIRO, Armando Castelar (org.) O Judiciário e a Economia no Brasil. São Paulo: Sumaré, abril 2000.

PINHEIRO, Armando Castelar. Impacto sobre o Crescimento: Uma Análise Conceitual. In: PINHEIRO, Armando Castelar (org.) O Judiciário e a Economia no Brasil. São Paulo: Sumaré, abril 2000.

PINHEIRO, Armando Castelar. O Judiciário e a Economia: Evidência Empírica para o Caso Brasileiro. In: PINHEIRO, Armando Castelar (org.) O Judiciário e a Economia no Brasil. São Paulo: Sumaré, abril 2000.

PINHEIRO, Armando Castelar. Introdução. In: PINHEIRO, Armando Castelar (org.) O Judiciário e a Economia no Brasil. São Paulo: Sumaré, abril /2000.

PINHEIRO, Armando Castelar. Economia e Justiça: Conceitos e Evidência Empírica. Julho, 2001.

PINHEIRO, Armando Castelar. Decisões Judiciais Desenvolvimento Econômico e Crédito no Brasil. Apresentação feita na Febraban, janeiro 2003.

PLOSSER, Charles I. Government Financing Decisions and Asset Returns. Journal of Monetary Economics, nº 9, p. 325-352, maio 1982.

PLOSSER, Charles I. Fiscal Policy and the Term Structure. Journal of Monetary Economics, v. 20, p. 343-367, setembro 1987.

POSNER, Richard A. Economic Analysis of the Law. Boston, MA: Little-Brown, 1973.

POTERBA, James M. Are Consumers Forward-Looking? Evidence from Fiscal Experiments. American Economic Review, v. 78, p. 413-418, maio 1988.

RAJAN, Raghuram and ZINGALES, Luigi. Financial Dependence and Growth. NBER Working Paper, nº 5758, 1996.

RAMEY, Garey e RAMEY, Valerie. Technology Commitment and the Cost of Economic Flutuations. NBER Working Paper, nº 3755, junho 1991.

RAMEY, Garey e RAMEY, Valerie. Cross-Country Evidence on the Link Between Volatility and Growth. NBER Working Paper, nº 4959, dezembro 1994.

RICARDO, David. Funding System. In: The Works and Correspondence of David Ricardo (reimpressão), editado por P. Sraffa, Cambridge:Cambridge University Press, 1951.

RODRIK, Dani. Policy Uncertainty and Private Investment in Developing Countries. NBER Working Paper, nº 2999, junho 1989.

ROJAS-SUAREZ e WEISBROD. Financial Fragilities in Latin America: From Banking Crisis Resolution to Current Policies Challenges. IMF Working Paper, nº 94/117, 1994.

RUNKLE, David E. Liquidity Constraints and the Permanent-Income Hypothesis: Evidence from Panel Data. Journal of Monetary Economics, v. 27, p. 73-98, fevereiro 1991.

RYTERMAN, Randi, HENDLEY, Kathryn, ICKES, Barry e MURRELL, Pete. The Reach of Law into the Enterprise in Transition. World Bank Back to Office Report, maio-junho, 1996.

SARKAR, Sudipto. On the Investment-uncertainty Relationship in a Real Options Model. Journal of Economic Dynamics and Control, v. 24, p. 219-225, 2000.

SCHMIDT-HEBBEL, Klaus, SERVÉN, Luis e SOLIMANO, Andrés. Saving and Investment: Paradigms, Puzzles, Policies. The World Bank Research Observer, v. 11, nº 1, fevereiro 1996.

SCULLY, Gerald W. The Institutional Framework and Economic Development. Journal of Political Economy, v. 96, nº 3, 1988.

SERVEN, Luis. Macroeconomic Uncertainty and Private Investment in LDCs: na Empirical Investigation. BIRD Working Paper, nº 2035, dezembro 1998.

SERVEN, Luis, "Terms of trade shocks and optimal investment: another look at the Laursen-Metzler effect," *Journal of International Money and Finance*, v. 18, nº 3 , junho, 1999.

SERVEN, Luis. Real Exchange Rate Uncertainty and Private Investment in Developing Countries. World bank Working Paper, nº 2823, abril, 2002.

SHAPIRO, Matthew D. e SLEMROD, Joel. Consumer Response to the Timing of Income: Evidence from a Change in Withholding. *American Economic Review*, nº 85, p. 274-283, março 1995.

SHEPHERD, Geoffrey, SHERWOOD, Robert M. e SOUZA, Celso Marcos de. Judicial systems and economic performance. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, v. 34, Summer 1994.

SHIHATA, Ibrahim F. Legal Framework for Development: The World Bank's Role in Legal and Judicial Reform. In: World Bank, *Judicial Reform in Latin America and the Caribbean*. Washington: World Bank Technical Paper 280, p. 13-16., 1995.

SHLEIFER, Andrei. *The Practice of Justice*. Apresentação, abril, 2002.

SHLEIFER, Andrei e VISHNY. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, v. 52, n. 2, p.737-783, 1997.

STIGLER, G.J. Public Regulation of the Securities Market. *Journal of Business*, v. 37, p. 117-142, 1964.

STIGLITZ, J. E. The Role of the State in Financial Markets. *World Bank Annual Conference on Development Economics*, 1994.

STIGLITZ e WEISS. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*, v. 71, nº 3, p. 393-410, junho 1981.

STULZ, Rene, e WILLIAMSON, Rohan. Culture, Openness, and Finance. NBER Working Paper, nº 8222, abril 2001.

SUMMERS, Lawrence H. and THOMAS, Vinod. Recent Lessons of Development. *The World Bank Research Observer*, v. 8, nº 2, julho 1993.

THORNTON, Daniel. Do Government Deficits Matter? Review - Federal Reserve Bank of St. Louis, p. 25-39, setembro 1990.

TRUMAN, Edwin M. The International Implications of Paying Down the Debt. Institute for International Economics, Policy Brief Number 01-7, 2001.

WILCOX, David W. Social Security Benefits, Consumption Expenditure and the Life Cycle Hypothesis. Journal of Political Economy, v. 97, p. 288-304, abril 1989.

WILLIAMSON, Oliver E. The Institutions and Governance of Economic Development and Reform. World Bank Annual Conference on Development Economics, 1995.

WILLIG, Robert D. Public Versus Regulated Private Enterprise. World Bank Annual Conference on Development Economics, 1994.

ZEIRA, Joseph Cost Uncertainty and the Rate of Investment. Journal of Economic Dynamics and Control, v. 14, p. 53-63, 1990.

ZELDES, Stephen D. Consumption and Liquidity Constraints: An Empirical Investigation. Journal of Political Economy, v. 97, p. 305-346, abril 1989.

ZERBINI, Maria Beatriz do Amaral Assy. Três Ensaio sobre Crédito. Tese de doutorado/FEA-USP, julho 2000.

ZWEIGERT, Konrad, and KÖTZ, Hein. Introduction to Comparative Law. New York, NY: Oxford University Press, 1998.