

# Análise Econômica da Estrutura Financeira

Caio Augusto Colnago Teles

EPGE - FGV

caio\_act@hotmail.com

30 de setembro de 2016

# Introdução

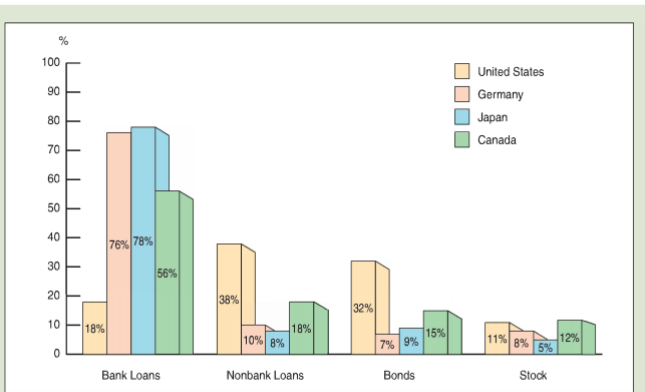
- ▶ Explicar características do sistema financeiro usando conceitos econômicos
- ▶ Relação entre sistema financeiro e performance da economia

# Análise Econômica da Estrutura Financeira

- ▶ Por que os contratos financeiros são escritos da forma que são?
- ▶ Por que intermediários financeiros são mais importantes do que o mercado de valores mobiliários para o financiamento de empresas?

## 8 Fatos sobre a Estrutura Financeira no Mundo

1. Ações não são a fonte de financiamento externo mais importante para as empresas
2. Emissão de ações e títulos não é o modo padrão de empresas financiarem suas operações
3. Financiamento indireto é muito mais importante do que financiamento direto
4. Intermediários financeiros, em particular bancos, são a fonte mais importante de financiamento externo das empresas



**FIGURE 1** Sources of External Funds for Nonfinancial Businesses: A Comparison of the United States with Germany, Japan, and Canada

Source: Andreas Hackethal and Reinhard H. Schmidt, "Financing Patterns: Measurement Concepts and Empirical Results," Johann Wolfgang Goethe-Universität Working Paper No. 125, January 2004. The data are from 1970–2000 and are gross flows as percentage of the total, not including trade and other credit data, which are not available.

## 8 Fatos sobre a Estrutura Financeira no Mundo

5. O sistema financeiro está entre os setores mais regulados da economia
6. Apenas grandes e bem estabelecidas corporações tem fácil acesso ao mercado mobiliário para financiamento de suas atividades
7. Colateral é uma característica prevalente de contratos de dívida para ambos, famílias e empresas
8. Contratos de dívida são tipicamente complexos impondo substanciais restrições ao comportamento do tomador de empréstimo

# Análise Econômica da Estrutura Financeira

Uma característica importante de mercados financeiros é que eles possuem substanciais custos de transação e de informação

Uma análise econômica de como esses custos afetam os mercados financeiros pode prover explicações para os 8 fatos descritos e aprofundar o entendimento de como o nosso sistema financeiro funciona

# Custos de Transação

- ▶ Custos de transação são um problema relevante nos mercados financeiros
  - ▶ custo pecuniário (taxas e comissões)
  - ▶ granularidade
- ▶ Impedem o direto acesso de famílias aos ativos financeiros das firmas
- ▶ Dificulta a diversificação do portfólio



# Como Intermediários Financeiros reduzem Custos de Transação

- ▶ Economias de escala
- ▶ Economias de escopo
- ▶ Expertise

explicam fatos 1-4

# Assimetria de Informação

Assimetria de informação - uma situação que ocorre quando uma parte tem conhecimento insuficiente sobre a outra parte envolvida numa transação torna impossível tomar decisões acuradas

- ▶ Seleção adversa: tomadores possuem maior informação sobre as características do projeto
- ▶ Perigo moral: após o empréstimo, o tomador pode não se esforçar para o sucesso do projeto (repagar a dívida)

A análise de como a assimetria de informação afeta o comportamento econômico dos agentes é chamado de **teoria da agência**

## Seleção Adversa: mercado de abacaxis

- ▶ Heterogeneidade da qualidade do produto
- ▶ Potenciais compradores desconhecem qualidade do produto
- ▶ Estão disposto a pagar pela qualidade média
- ▶ Subsídios cruzado: vendedores de alta qualidade perdem, vendedores de baixa qualidade ganham
- ▶ Pode induzir vendedores de alta qualidade a sair do mercado
- ▶ Derruba preço médio e reforça ciclo
- ▶ Mercado para de funcionar ou funciona de forma não eficiente

## Seleção Adversa no Mercado Financeiro

A presença do problema dos abacaxis impede o mercado mobiliário de efetivamente canalizar fundos de poupadores para tomadores de empréstimos

## Como aliviar o problema de Seleção Adversa

Conceito chave: eliminação da assimetria de informação através da disseminação de boa informação sobre as firmas

- ▶ Produção e venda privada de informações
- ▶ Regulação governamental para aumentar a informação
- ▶ Intermediários financeiros
- ▶ Colateral e capital próprio\*

# Produção e Venda Privada de Informações

- ▶ Firms privadas coletam e produzem informações que distinguem boas de más empresas e então as vende
- ▶ Problema do carona:
  - ▶ sabendo que alguém tem boa informação outros o copiam
  - ▶ se muitos copiam, haverá menos espaço para lucrar
  - ▶ valor da informação cai
  - ▶ incentivos a esse mercado se tornam pequeno

# Regulação Governamental para aumentar Informação

Problema de externalidade do carona poderia ser solucionado pela presença do governo

Duas alternativas:

- ▶ Produção de informação por parte do governo
  - ▶ politicamente inviável
- ▶ Regulação do governo para estimular revelação de boa informação das firmas sobre elas mesmas
  - ▶ cumprimento da regulação não é perfeito
  - ▶ custo das firmas pode aumentar

explica fato 5

## Intermediários Financeiros

- ▶ Se tornam especialistas na produção de informação sobre as firmas (triagem)
- ▶ Adquirem fundos de investidores que não tem capacidade de triagem
- ▶ Lucram com a diferença entre o retorno que conseguem com a triagem e o retorno requerido pelo investidor sem capacidade de discernimento



## Intermediários Financeiros

- ▶ Se tornam especialistas na produção de informação sobre as firmas (triagem)
- ▶ Adquirem fundos de investidores que não tem capacidade de triagem
- ▶ Lucram com a diferença entre o retorno que conseguem com a triagem e o retorno requerido pelo investidor sem capacidade de discernimento
- ▶ Além disso, contorna problema do carona

explica fatos 1-4

## Colateral e Capital Próprio

**Colateral:** propriedade penhorada para um credor como garantia caso devedor não consiga honrar os pagamentos de suas dívidas

- ▶ Uso do colateral reduz consequências da seleção adversa
  - ▶ Credor tem menos a perder
  - ▶ Devedor tem mais a perder

O uso do capital próprio no negócio tem efeito análogo

## Perigo Moral: problema do principal-agente

Separação entre posse e controle envolve perigo moral

Administradores no controle (agentes) podem agir em interesse próprio em detrimento do interesse do acionista (principal)

# Formas de se aliviar o Problema do Principal-Agente

Novamente, alívio se passa pela disseminação das informações

- ▶ Monitoramento
- ▶ Regulação governamental
- ▶ Intermediários financeiros
- ▶ Financiamento via dívida

# Monitoramento

Uma maneira do acionista reduzir o problema de perigo moral é monitorando: auditorias e verificando ações dos administradores

- ▶ Processo de monitoramento pode ser custoso (costly state verification)
- ▶ Problema do carona

# Regulação Governamental para aumentar Informação

Governos de toda parte tem leis para forçar firmas a aderirem o padrões contábeis que tornem a verificação do lucro mais simples e punem aqueles que cometem fraudes

- ▶ Entretanto, identificação de fraudes não é fácil

# Intermediários Financeiros

Intermediários financeiros conseguem monitorar contornando o problema do carona

- ▶ Fechando capital
- ▶ Ex. 'When a venture capital firm supplies start-up funds, the equity in the firm is not marketable to anyone except the venture capital firm. Thus, others investors are unable to take a free ride on the venture capital'

## Financiamento via Dívida

- ▶ Contratos de renda fixa tem pagamento independente do desempenho da firma caso ela seja capaz de cumprir sua obrigação
- ▶ Isso reduz a quantidade de ocasiões onde é necessário verificar os resultados da firma
- ▶ Reduz também a necessidade de monitoramento do administrador
- ▶ A menor necessidade de monitoramento e, então, o menor custo de verificação dos resultados explica o porquê dos contratos de dívida serem usados com mais frequência do que ações para financiamento



# Perigo Moral afetando Mercado de Renda Fixa

Financiamento via dívida deixa administradores mais propensos a tomar risco

- ▶ retorno do administrador é convexo em relação ao desempenho da firma

# Como aliviar problema de Perigo Moral em contratos de Renda Fixa

- ▶ Uso de Colateral e Capital Próprio
  - ▶ alinha incentivos
- ▶ Cláusulas contratuais (*Covenants*)
  - ▶ restringe e desencoraja comportamentos indesejáveis
  - ▶ explica fato 8
- ▶ Intermediários Financeiros
  - ▶ garante que as cláusulas sejam respeitadas (monitora)
  - ▶ contorna problema do carona

# Desenvolvimento Financeiro e Crescimento Econômico

- ▶ Dois importantes instrumentos usados para o alívio dos problemas de seleção adversa são: colateral e *covenants*
- ▶ Para estes instrumentos serem efetivos é necessário instituições que garanta o cumprimento dos contratos
- ▶ Países com tais instituições menos desenvolvidas terão mais dificuldade de alocar recursos de maneira eficiente e, então, terão menor crescimento