

# ESTADO E MERCADOS FINANCEIROS NOS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO: A ABORDAGEM DA NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL

Nilton Clóvis Machado de Araújo\*

**Resumo:** Este trabalho apresenta argumentos teóricos derivados da nova economia institucional com relação às intervenções diretas do Estado nos mercados financeiros dos países em desenvolvimento, através de instituições financeiras de desenvolvimento e programas de crédito dirigido. As principais conclusões derivadas desta literatura são: (a) a ocorrência de racionamentos ineficientes nos mercados privados sugere a existência de um papel potencial para o Estado nos mercados financeiros desses países na redução dos efeitos dos problemas de informação; (b) intervenções do Estado, implementadas através de arranjos institucionais com características de organização interna, que contribuam para reduzir os custos de transação em relação aos mercados privados, apresentam maiores chances de serem bem sucedidas.

**Palavras-chave:** Mercados financeiros. Assimetrias de informação. Custos de transação. Desenvolvimento econômico.

**Abstract:** This paper shows theoretical arguments of the New Institutional Economics related to state interventions in the developing countries financial markets, through development banks and directed credit programs. The main conclusions are: (1) in the presence of inefficient rationing caused by information asymmetries in the private markets there is a potential role for the state in the financial markets, to reduce the effects of information problems; (2) state policies implemented through institutional arrangements similar to internal organizations which are able to reduce the transaction costs and improve capital allocation when compared to private financial markets, are more likely to succeed.

**Key words:** Financial markets. Information asymmetries. Transaction costs. Economic development.

**JEL classification:** G14 – Information and market efficiency. Event studies.

\* Professor do Mestrado em Economia do Desenvolvimento da PUCRS. Doutor em Economia pela UFRGS. E-mail: nilton@puccrs.br

Análise	Porto Alegre	v. 16	n. 1	p. 187-210	jan./jul. 2005
---------	--------------	-------	------	------------	----------------

## 1 Introdução

Os mercados financeiros são importantes pelo seu papel nas transferências de fundos dos agentes superavitários para os agentes deficitários, permitindo uma maior eficiência nas trocas intratemporais e intertemporais entre consumo e investimento. No cumprimento desse papel, esses mercados agregam poupança e alocam recursos entre investimentos e investidores alternativos. Além disso, esses mercados também desempenham uma função importante como mercados para divisão e diversificação de riscos e criação de liquidez. A essas funções tradicionais, a literatura que destaca a importância dos problemas de informação nos mercados financeiros têm enfatizado o papel desses mercados na seleção e monitoramento de projetos, coleta de informações e controle das empresas.

Nas últimas décadas, um grande número de trabalhos tem chamado a atenção para a existência de imperfeições derivadas de problemas de informação nos mercados financeiros. Essas imperfeições, segundo essa literatura, podem comprometer as funções básicas desses mercados descritas anteriormente, com conseqüências negativas sobre o nível e qualidade do investimento e sobre o crescimento das economias. Algumas das conclusões mais importantes desses modelos permitem uma reavaliação das questões relacionadas com o espaço potencial para intervenções do Estado nos mercados financeiros. Além disso, alguns desses trabalhos também oferecem um referencial teórico para a análise da qualidade dessas intervenções, aspecto ignorado ou pouco destacado pela literatura baseada na teoria econômica tradicional. Essas contribuições oferecem uma nova forma de tratamento das intervenções diretas do Estado nos mercados financeiros, através de instituições financeiras de desenvolvimento e de programas de crédito dirigido, observadas na maioria dos países em desenvolvimento no pós-Guerra e, em menor escala, em alguns países desenvolvidos.

Este artigo tem como objetivo apresentar as principais conclusões derivadas de alguns dos mais influentes modelos teóricos que analisam os mercados financeiros sob condições de informação assimétrica. A partir desses resultados, são

apresentadas algumas conclusões derivadas destes modelos quanto ao papel que o Estado, potencialmente, pode assumir nos mercados financeiros dos países em desenvolvimento, em resposta às imperfeições de mercado causadas pelos problemas de informação, bem como quanto às características que essas intervenções devem apresentar. Essas abordagens têm sido chamadas por alguns autores de nova economia institucional por possibilitarem a inclusão das instituições na análise econômica (Simon, 1991).

## **2 Mercados financeiros e crescimento econômico**

Um dos primeiros autores a destacar a importância dos mercados financeiros para o crescimento econômico foi Schumpeter (1982). Segundo esse autor, os bancos desempenham um papel essencial na mobilização de crédito para a inovação tecnológica e o desenvolvimento econômico. Para Schumpeter, a criação de crédito pelos bancos tornaria possível os investimentos dos empresários inovadores, dando origem às fases ascendentes dos ciclos de desenvolvimento econômico. O papel dos bancos também foi destacado por Gerschenkron (1962), em seus estudos históricos sobre os processos de industrialização tardia nos países da Europa Continental durante a segunda metade do século XIX. Para esse autor, os bancos de investimento industrial (universais) desempenharam um papel fundamental na mobilização da poupança que permitiu os investimentos industriais em larga escala, que caracterizaram os estágios iniciais da industrialização desses países. Ele também destacou as ligações estreitas entre os bancos e o setor industrial, que permitiam aos primeiros exercer influência considerável sobre as empresas e que teriam contribuído para a transmissão de conhecimento técnico e de capacidade empresarial. Esse autor também constatou que, nos casos em que o setor financeiro não demonstrou condições para promover a mobilização de poupança necessária para financiar os investimentos de longo prazo nos estágios iniciais da industrialização, o Estado tendeu a assumir o papel dos bancos de investimento privados. Essa constatação iria exercer influência sobre os formuladores de políticas nos países em desenvolvimento no período pós-II Guerra.

Outros autores cujos trabalhos influenciaram a produção teórica sobre a relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico foram Gurley e Shaw (1955). Esses autores procuraram mudar a tendência predominante na teoria macroeconômica, influenciada pela teoria da preferência pela liquidez keynesiana, em restringir o papel dos mercados financeiros na economia ao papel da moeda. Gurley e Shaw destacaram a importância da crescente divisão do trabalho entre poupança e investimento, através do desenvolvimento da intermediação financeira, na elevação da oferta de crédito indireto na economia. Para esses autores, os intermediários financeiros contribuiriam para melhorar a eficiência das trocas intertemporais, influenciando desta forma sobre a atividade econômica global. Nesse contexto, o aprofundamento financeiro seria uma condição necessária para o crescimento econômico.

A partir da contribuição pioneira de Gurley e Shaw, diversos trabalhos surgidos nas décadas de sessenta e setenta procuraram incorporar de forma mais elaborada os mercados financeiros à teoria econômica e verificar empiricamente a relação entre o desenvolvimento destes mercados e o crescimento econômico. Entre esses trabalhos, pode-se citar Goldsmith (1969), McKinnon (1978) e Shaw (1973). Goldsmith (1969) contribuiu para a obtenção de evidências empíricas a respeito da relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico, através da elaboração de um conjunto de indicadores do desenvolvimento da estrutura financeira, utilizados para a verificação de suas correlações com o crescimento do produto em diversos países. Os resultados obtidos por esse autor, mostrando a existência de uma forte correlação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico, têm sido confirmados por trabalhos recentes, como King e Levine (1993) e Demirgüç-Kunt e Levine (1996). King e Levine (1993) testaram a relação entre o nível de desenvolvimento financeiro e as taxas futuras de crescimento de longo prazo<sup>1</sup>. Foi observada uma forte correlação entre desenvolvimento financeiro e taxas futuras de crescimento de longo prazo, o que para os autores sugere que o mercados

<sup>1</sup> Os indicadores de desenvolvimento financeiro utilizados por King e Levine foram: (obrigações líquidas)/PIB, importância dos bancos em relação ao Banco Central na alocação do crédito doméstico (crédito para firmas privadas não-financeiras)/crédito total e (crédito para firmas privadas não-financeiras)/PIB.

financeiros exercem um papel ativo no processo de crescimento econômico.

Nos anos setenta, McKinnon (1978) e Shaw (1973) desenvolveram modelos relacionando mercados financeiros e crescimento, voltados para as condições dos países em desenvolvimento. A preocupação principal desses autores não foi estudar a relação de causalidade entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico, e sim analisar as implicações do que eles chamaram políticas de “repressão financeira” sobre o desenvolvimento dos mercados financeiros e o crescimento econômico. Tais políticas foram adotadas na maioria dos países em desenvolvimento no período pós-II Guerra. Como exemplos de práticas de repressão financeira McKinnon destacou os controles sobre as taxas de juros, que tenderiam a mantê-las artificialmente abaixo do nível de equilíbrio, e os programas governamentais de crédito dirigido para determinados setores da economia. A partir de certos pressupostos a respeito das condições presentes nos países em desenvolvimento, como a existência de mercados fragmentados e de complementaridade entre investimento e demanda por moeda, McKinnon concluiu que as medidas de repressão financeira tendem a reduzir a poupança e provocam sua má alocação, produzindo efeitos negativos sobre a quantidade e a qualidade do investimento e, conseqüentemente, sobre o crescimento das economias reprimidas. Frente a essas conclusões, eram sugeridas políticas de liberalização financeira, como a eliminação dos controles sobre a taxa de juros e dos programas de crédito dirigido, como formas de elevar as taxas de crescimento das economias em desenvolvimento.

Mais recentemente, a partir dos anos oitenta, a idéia de que políticas de liberalização financeira seriam suficientes para promover o desenvolvimento dos mercados financeiros e o crescimento econômico tem sido contestada por diversos autores, a partir de uma nova perspectiva microeconômica destes mercados. Nas próximas seções, serão apresentadas as principais conclusões desses trabalhos, sendo destacados os que mais têm contribuído para um melhor entendimento dos mercados financeiros nos países em desenvolvimento e das políticas de intervenção do Estado nestes mercados.

### 3 Informação assimétrica e racionamentos nos mercados financeiros

Nas abordagens de liberalização financeira de McKinnon e Shaw a ocorrência de racionamentos nos mercados de crédito dos países em desenvolvimento é atribuída principalmente à adoção de práticas limitadoras das taxas de juros, associadas a políticas macroeconômicas de orientação keynesiana e/ou restrições legais sobre os tetos dos juros cobrados sobre os depósitos e empréstimos (“leis da usura”). A fixação de tetos para as taxas de juros nominais abaixo dos níveis de equilíbrio explicaria a oferta insuficiente de fundos nos mercados de crédito desses países, em especial nos segmentos de longo prazo. Esses trabalhos, como grande parte da teoria econômica tradicional, consideram que o funcionamento espontâneo dos mercados financeiros eliminaria qualquer possibilidade de racionamento ineficiente. No entanto, quando se considera a existência de assimetrias de informação entre os agentes, os resultados neoclássicos não são garantidos e verifica-se que podem surgir racionamentos ineficientes a partir do funcionamento espontâneo destes mercados<sup>2</sup>. O pressuposto de assimetria de informação justifica-se devido às características peculiares das transações financeiras, que as distingue das transações que ocorrem na maioria dos mercados de bens e serviços. Uma característica essencial das transações financeiras é o fato de envolverem uma entrega de recursos hoje em troca de uma promessa de pagamento futuro, o que as torna mais suscetíveis a riscos derivados de assimetrias de informação entre os agentes.

Um dos resultados mais influentes obtidos pelos modelos que analisam os mercados financeiros sob o pressuposto de informação assimétrica foi demonstração formal da possibili-

<sup>2</sup> Informação assimétrica diz respeito a situações nas quais uma ou mais partes em uma transação dispõem de informações sobre uma ou mais variáveis relevantes que as outras não dispõem, assumindo a existência de custos associados a obtenção de informação. No caso dos mercados de crédito, isso pode ocorrer com relação ao grau de risco envolvido nos projetos dos solicitantes de empréstimos, às ações que possam vir a ser adotadas por estes após obterem os empréstimos e com relação aos resultados dos projetos. Nos casos dos mercados de ações, pode haver assimetria de informação em relação às perspectivas da firma, em situações em que os administradores estejam melhor informados a este respeito do que os acionistas.

dade de ocorrência de racionamentos ineficientes nos mercados de crédito. Stiglitz e Weiss (1981) mostraram como problemas de seleção adversa e risco moral podem conduzir a racionamentos nos mercados de crédito, impossibilitando o financiamento de projetos de investimento, ou mesmo classes de projetos, socialmente desejáveis através destes mercados<sup>3</sup>. Esses problemas surgem devido à incapacidade dos intermediários financeiros de identificar perfeitamente *ex ante* os graus de risco dos projetos de investimento dos solicitantes de empréstimos (seleção adversa) e monitorar perfeitamente *ex post* o comportamento dos tomadores (risco moral).

Para demonstrar o caso de seleção adversa os autores assumem que os bancos emprestadores conseguem agrupar, através de um processo de seleção, os projetos de acordo com seus retornos médios, mas não são capazes de ordená-los dentro de cada um destes grupos de acordo com seus graus de risco. Partindo-se de um prestador neutro em relação ao risco e de solicitantes de empréstimos com projetos com mesmo retorno esperado, mas com diferentes graus de risco, mostra-se que o lucro esperado do prestador torna-se, a partir de certo ponto, decrescente com a taxa de juros cobrada nos empréstimos. Isso ocorre por que a elevação dos juros, ao mesmo tempo que causa um efeito direto positivo sobre os lucros do prestador, leva a uma deterioração da qualidade da sua carteira de empréstimos, como consequência do aumento na proporção de projetos com maior grau de risco; tomadores com projetos com menor grau de risco irão se retirar do mercado à medida que a taxa de juros aumenta, sendo substituídos pelos de maior risco (seleção adversa). Para uma elevação suficientemente grande da taxa de juros, o efeito de seleção adversa pode suplantar o efeito positivo das taxas mais altas sobre o retorno esperado do prestador. Nesse caso, haverá uma taxa de juros ótima que proporciona-

<sup>3</sup> Seleção adversa diz respeito a situações em que uma das partes em uma transação dispõe *ex ante* de informações superiores a outra parte a respeito de uma ou mais variáveis relevantes. Risco moral refere-se a ações que uma das partes em uma transação pode vir a adotar *ex post*, que venham a produzir efeitos negativos sobre o segundo agente, mas que não podem ser perfeitamente monitoradas por este. Essa ação *ex post* pode ser tanto o emprego de um esforço menor do que o prometido, quanto a escolha de um projeto envolvendo um grau de risco maior do que o informado.

rá um retorno esperado máximo ao prestador<sup>4</sup>. Se a taxa ótima for inferior à taxa que equilibraria o mercado, haverá racionamento de crédito.

No caso de risco moral, Stiglitz e Weiss (1981) mostram que a impossibilidade dos prestadores monitorarem perfeitamente as ações dos tomadores após a contratação dos empréstimos pode levar os tomadores a assumirem riscos maiores do que o previsto no projeto originalmente apresentado ao banco. De forma análoga ao caso de seleção adversa, a limitação da taxa de juros pode contribuir para elevar o lucro esperado dos bancos, ao funcionar como um mecanismo de incentivo; elevações das taxas de juros a partir de um determinado nível incentivariam um comportamento de maior risco por parte dos tomadores, reduzindo o retorno esperado dos bancos. A taxa cobrada será aquela que maximiza os lucros esperados dos prestadores. Como no caso de seleção adversa, se a taxa de juros que maximiza o retorno esperado dos bancos for inferior à taxa que ajustaria o mercado haverá racionamento de crédito<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> O caso apresentado trata da relação entre um banco e seus tomadores potenciais (solicitantes de empréstimos). Para ampliar esses resultados para o mercado, assume-se que os bancos concorrem escolhendo as taxas de juros que maximizam seus lucros (competição Bertrand). O equilíbrio obtido é diferente do equilíbrio com *price-taking* do modelo de concorrência perfeita tradicional. A taxa de juros recebida pelos depositantes é determinada pela condição de lucro zero, consequência da existência de competição entre os bancos (Stiglitz e Weiss, 1981).

<sup>5</sup> A literatura sobre racionamento de crédito identifica três tipos principais de racionamento de crédito (Jafee e Stiglitz, 1990): 1. Racionamento de crédito tipo I – Caso em que os tomadores recebem empréstimos menores do que o desejado à taxa de juros cobrada pelo prestador. Esse tipo de racionamento não seria ineficiente. É o tipo de racionamento derivado por Jafee e Russel (1976). 2. Racionamento de crédito tipo II ou racionamento "verdadeiro" – Ocorre quando entre tomadores idênticos *ex ante* (do ponto de vista dos prestadores), alguns recebem empréstimos, enquanto outros não recebem. Esse é o tipo de racionamento derivado por Stiglitz e Weiss (1981), visto nesta seção. 3. *Redlining* – Ocorre quando grupos inteiros de tomadores são racionados nos mercados de crédito. Este tipo de racionamento pode ser obtido a partir do modelo de Stiglitz e Weiss (1981), quando se assume a existência de diferentes grupos de solicitantes de empréstimo, que podem ser ordenados pelos prestadores de acordo com os retornos esperados. Neste caso, os tomadores calculam a taxa de juros que maximiza seus retornos esperados para cada grupo da forma vista nesta seção. Stiglitz e Weiss mostram que os grupos cujos retornos esperados para os bancos forem inferiores às taxas de depósito pagas por estes não receberão empréstimos. No entanto, como destaca Cho (1984), esses grupos de tomadores de alto risco e que oferecem baixos retornos esperados para os bancos serão provavelmente os que dispõem de projetos que introduzem inovações e que oferecem retornos elevados do ponto de vista social.

Diversas formas para atenuar ou mesmo eliminar o tipo de racionamento de crédito derivado a partir do modelo de Stiglitz e Weiss (1981) têm sido sugeridas pela literatura mais recente. Uma forma possível de resolver o problema de seleção adversa seria admitir a possibilidade de variações nas garantias e/ou nos montantes dos empréstimos, que no modelo básico de Stiglitz e Weiss (1981) são considerados dados. No artigo citado, os próprios autores consideram os efeitos de variações nas garantias sobre os resultados do modelo. No entanto, concluem que exigências de garantias maiores por parte dos emprestadores, apesar de produzirem efeitos positivos de incentivo, também geram efeitos de seleção e de incentivos adversos que superam os primeiros, não eliminando a possibilidade de racionamento. Outros autores, no entanto, têm mostrado que variações no tamanho dos empréstimos ou nas garantias oferecidas pelos tomadores podem funcionar como mecanismos de sinalização e contribuir para reduzir, ou mesmo eliminar, sob condições especiais, a possibilidade de racionamento de crédito resultante de problemas de seleção adversa, ao permitirem a obtenção de equilíbrios com separação (*separating equilibria*) dos solicitantes de empréstimos de acordo com seus graus de risco<sup>6</sup>. Bester (1985) mostra que se as garantias puderem variar suficientemente, um equilíbrio com separação entre bons e maus projetos (do ponto de vista do emprestador) é possível, eliminando o racionamento ineficiente de crédito<sup>7</sup>. No entanto, para projetos grandes em relação à riqueza líquida do tomador, isto poderá não ocorrer; empresários com níveis baixos de riqueza, operando em setores intensivos em informação, podem continuar sendo racionados nos merca-

<sup>6</sup> Existe uma literatura extensa sobre o uso de sinalização em mercados onde existem problemas de seleção adversa, como os mercados de crédito, de seguros e de trabalho. Ver, por exemplo, Rothschild e Stiglitz (1976), Laffont (1989) e Kreps (1990). Para um estudo sobre o uso de sinalização nos mercados de crédito, ver Milde e Ryley (1988). Esses trabalhos analisam as condições necessárias para a obtenção de equilíbrios que permitam aos emprestadores separar os bons e maus projetos (*separating equilibria*), evitando assim a ocorrência de racionamentos ineficientes nestes mercados. Seus resultados, no entanto, são bastante sensíveis a forma como os problemas são formulados.

<sup>7</sup> Se as diferenças entre os grupos forem suficientemente pequenas poderá existir um equilíbrio estável com separação (Baltensperger e Devinney, 1985).

dos de crédito, conforme mostrado por Calomiris e Hubbard (1990).

Ainda com relação aos mercados de crédito, Stiglitz e Weiss (1983) derivaram racionamento em um modelo de dois períodos. Nesse caso o racionamento surge como mecanismo de incentivo para reduzir os efeitos do problema de risco moral; os contratos ótimos entre emprestadores e tomadores prevêem o encerramento da relação, contingente ao desempenho do tomador no primeiro período. Stiglitz e Weiss (1983) mostram que, no caso de ocorrência de não pagamento do empréstimo contraído no primeiro período, será ótimo para o emprestador cumprir sua ameaça de negar crédito adicional ao tomador, mesmo admitindo-se a possibilidade de sucesso deste no segundo período<sup>8</sup>. O uso da ameaça de corte de crédito como instrumento de incentivo também é destacado por Dowd (1992). Para esse autor, a utilização de contratos de curto prazo renováveis contribui para atenuar os problemas de seleção adversa e de risco moral. Por outro lado, os custos de renegociação envolvidos podem ser significativos. Além disso, este tipo de arranjo pode tornar o tomador dependente do emprestador, o qual poderá explorar esta dependência quando da renovação do contrato. Essas desvantagens do uso de crédito de curto prazo com renovações sucessivas podem contribuir para desencorajar a adoção de uma perspectiva de longo prazo por parte das empresas, com consequências negativas sobre o investimento<sup>9</sup>.

Quanto à alternativa de obtenção de recursos externos através da emissão de participação acionária, Myers e Majluf (1984) e Greenwald, Stiglitz e Weiss (1983) mostraram que, sob informação assimétrica, este tipo de financiamento não é um substituto perfeito do financiamento através de empréstimos. Para esses autores, a obtenção de capital externo através da emissão de ações também é limitada por problemas

<sup>8</sup> Rey e Stiglitz (1993) também exploram o papel dos contratos de curto prazo como instrumentos de monitoramento.

<sup>9</sup> Sob condições de inflação elevada e variável e uso de contratos indexados, situação típica de muitos países em desenvolvimento até final dos anos oitenta, as taxas de juros reais tornam-se muito voláteis. Isso contribuiria para acentuar esses efeitos, tornando o crédito de curto prazo ainda menos atraente para financiar investimentos de longo prazo.

de sinalização e de incentivo, uma vez que os administradores normalmente possuem informações superiores a respeito das perspectivas dos projetos/empresas, em relação às disponíveis para os acionistas potenciais. No primeiro caso (sinalização), a disposição para a emissão de participação acionária pode transmitir um sinal adverso aos acionistas potenciais a respeito da qualidade da firma, fazendo com que seu preço no mercado seja reduzido<sup>10</sup>. Além disso, os problemas de incentivo (problemas de agência) tenderiam a se agravar quando a firma é financiada através de participação acionária devido ao monitoramento inferior dos acionistas sobre os administradores, em relação aos bancos (Stiglitz, 1985). Isto pode fazer com que os custos de obtenção de recursos através do mercado acionário sejam tão elevados a ponto de tornarem esta alternativa de financiamento inviável para a maioria das empresas.

Uma outra vertente de modelos busca derivar as características do contrato financeiro ótimo, sem assumir *a priori* a existência de intermediários financeiros como os trabalhos anteriormente citados fazem. Em Williamson (1986), a intermediação financeira é derivada endogenamente como arranjo ótimo nos mercados financeiros. Esse autor assume, seguindo Diamond (1984), que os bancos desempenham o papel de monitores delegados pelos depositantes. Williamson mostra que um intermediário suficientemente diversificado pode eliminar o problema do seu próprio monitoramento pelos depositantes. No entanto, diferentemente de Diamond, os intermediários financeiros no modelo de Williamson podem racionar crédito, o que filia este modelo à literatura sobre racionamento de crédito vista anteriormente. Assumindo projetos de investimento com distribuições de probabilidade dos retornos idênticas, Williamson mostrou que, no equilíbrio, poderá ocorrer que alguns destes projetos não recebam empréstimos, o que caracteriza a ocorrência de racionamento de crédito do tipo II, semelhante ao derivado por Stiglitz e Weiss (1981). Nesse caso, o racionamento surge pelo fato de os

<sup>10</sup> Gertler (1988) cita a existência de evidências empíricas mostrando que anúncios de novas emissões tendem a ser seguidos de quedas significativas nos valores de mercado das empresas.

custos totais (esperados) envolvidos no monitoramento dos tomadores dependerem do montante de não-pagamento esperado pelo intermediário, uma vez que é assumido que o monitoramento ocorre apenas no caso de não-pagamento por parte do tomador<sup>11</sup>. Sob essas condições, uma elevação na taxa de empréstimo, ao mesmo tempo em que produz um efeito direto positivo sobre o retorno esperado do intermediário, também produz um efeito negativo, uma vez que aumenta o montante de não pagamento esperado e, conseqüentemente, os custos esperados de monitoramento. Sob certas condições, o efeito adverso pode ser superior ao efeito positivo. Nesses casos, poderá ocorrer que a taxa de empréstimo ótima para o intermediário seja inferior à taxa que equilibraria o mercado na ausência de informação assimétrica.

Finalmente, uma conseqüência importante das imperfeições de informação nos mercados financeiros diz respeito ao papel das instituições nestes mercados; em um ambiente com informação assimétrica os preços não transmitem todas as informações necessárias aos agentes, como as relacionadas com a qualidade e aos riscos associados aos projetos. Nesse contexto, as instituições tornam-se importantes na determinação dos resultados; contratos e outros mecanismos institucionais, como seleção e monitoramento, serão usados para estruturar os incentivos de forma a reduzir as ineficiências de mercado. Estes resultados trazem implicações quanto ao papel dos intermediários financeiros na redução destes problemas. Ainda uma outra questão importante diz respeito à existência de um papel potencial para o Estado na redução das imperfeições derivadas dos problemas de informação nos mercados financeiros e às formas mais apropriadas para implementar suas intervenções nestes mercados.

#### **4 Assimetria de informação e custos de transação**

A abordagem dos custos de transação tem sua origem no trabalho de Coase (1937). Para esse autor, definindo custos

<sup>11</sup> Nesse caso, diferentemente do modelo de Stiglitz e Weiss, a assimetria de informação existe com relação ao resultado do projeto (*ex post*). No entanto, como lembrado por Williamson (1986), esse tipo de assimetria também envolve a existência de um problema de risco moral, embora de um tipo diferente do caso anteriormente estudado, uma vez que decorre da retenção de informação privilegiada a respeito do resultado do projeto por parte do tomador.

de transação de forma ampla como os custos incorridos para realizar as trocas na economia, as atividades econômicas tenderiam a ser organizadas de forma a minimizar estes custos, dados os custos de produção. Como diferentes formas de organização das atividades econômicas implicam diferentes custos de transação, essa abordagem, da mesma forma que os modelos vistos anteriormente, permite incorporar as instituições – como firmas e outras formas de organização observadas na economia real – na análise econômica. Entre os trabalhos mais influentes nessa linha teórica, deve-se destacar o enfoque contratual de Oliver Williamson (1989, 1991). Esse autor contribuiu para dar um caráter mais preciso à noção de custos de transação de Coase, ao analisar as características das transações que afetam as magnitudes destes custos. Segundo Williamson, os custos de transação são:

the *ex ante* costs of drafting, negotiating, and safeguarding an agreement and, more specially, the *ex post* costs of maladaptation and adjustment that arise when contract execution is misaligned as a result of gaps, errors, omissions and unanticipated disturbances; the costs of running the economic system (Williamson, 1993, p. 56).

Como se pode verificar na definição acima, os custos de transação estão relacionados com as instituições existentes (arranjos institucionais e ambiente institucional) e são derivados, basicamente, das tentativas de reduzir os problemas de seleção adversa e risco moral destacados pelos modelos vistos na seção anterior<sup>12</sup>. No entanto, uma diferença importante em relação aos enfoques anteriores está no fato de ser assumido contratos incompletos, como consequência da

<sup>12</sup> Os termos ambiente institucional e arranjo institucional são empregados aqui nos sentidos dados por Williamson (1993). Para esse autor, ambiente institucional são “the rules of the game that define the context within which economic activity takes place. The political, social and legal ground rules establish the basis for production, exchange, and distribution” (op. cit., p. 50). Fazem parte do ambiente institucional a legislação básica a respeito dos contratos e dos direitos de propriedade, bem como o sistema jurídico encarregado de fazer cumprir estas regras. Por outro lado, um arranjo institucional seria “the contractual relation or governance structure between economic entities that defines the way in which they co-operate and/or compete” (op. cit., p. 50) Exemplos de arranjos institucionais (estruturas de governo) seriam as diferentes formas de organização das atividades econômicas observadas na economia real, como as firmas, os processos de integração vertical, os conglomerados e o próprio mercado.

existência de racionalidade limitada por parte dos agentes econômicos. Contratos financeiros ótimos contendo mecanismos para eliminar os problemas de informação assimétrica (seleção adversa e risco moral) tenderiam a ser complexos, o que não é conciliável com a relativa simplicidade dos contratos observados na prática (Dowd, 1992). A abordagem de Williamson simplifica o tratamento do problema do contrato ótimo, ao assumir que os contratos são inevitavelmente incompletos, devido a existência de racionalidade limitada. Dado isso, a preocupação volta-se para como estruturar as transações de forma a economizar em custos de transação, em particular os custos envolvidos nos problemas contratuais *ex post*. A ênfase dada aos custos contratuais *ex post* é um aspecto importante que diferencia essa abordagem dos modelos vistos anteriormente. Esses custos, conforme a definição acima, são os custos envolvidos na prevenção e tratamento de disputas surgidas como consequência dos contratos incompletos nas relações de longo prazo e os custos de má adaptação, quando as transações se desalinham.

A teoria dos custos de transação de Williamson (1989) também assume comportamento oportunista e neutralidade em relação ao risco por parte dos agentes econômicos<sup>13</sup>. Além de assumir esses pressupostos comportamentais, Williamson caracteriza as transações quanto ao grau de especificidade dos ativos (humanos e reais) envolvidos, ao grau de incerteza e à frequência das transações. Esses fatores, conjuntamente com os pressupostos anteriores, determinariam a magnitude dos custos envolvidos em uma transação e a forma mais eficiente de estruturá-la. As diferentes formas possíveis de estruturação das transações são chamadas por Williamson de estruturas de governo (*governance structures*). As estruturas de governo podem assumir basicamente três formas possíveis, segundo esse autor; mercado, formas híbridas e

<sup>13</sup> Williamson define oportunismo como "self interest seeking with guile, to include calculated efforts to mislead, deceive, obfuscate, and otherwise confuse. Opportunism is to be distinguished from simple self-interest seeking, according to which individuals play a game with fixed rules which they reliably obey" (Williamson, 1993, p. 56). A idéia de comportamento oportunista corresponde aos problemas de seleção adversa e risco moral, destacados pelos modelos vistos anteriormente; seleção adversa corresponde a adoção de comportamento oportunista *ex ante* e risco moral a oportunismo *ex post* (Williamson, 1991).

hierarquia, sendo que a última corresponde a noção de organização interna de Coase. No caso da solução hierárquica, as transações, ao invés de ocorrerem através dos mercados, são internalizadas dentro de uma organização. Uma solução desse tipo seria mais provável nos casos em que os custos de transação envolvidos no uso dos mercados são elevados, o que seria típico de transações que envolvem ativos com grau de especificidade elevados, transações freqüentes e um maior grau de incerteza.

O que caracteriza uma organização interna é o uso predominante de processos administrativos na alocação dos recursos, diferentemente dos mercados onde este papel é assumido pelo sistema de preços. As vantagens oferecidas por uma organização interna, segundo Williamson (1989), seria a economia da racionalidade limitada dos tomadores de decisões em situações nas quais os preços não contém informações suficientes e existe um grau elevado de incerteza. Além disso, na organização interna seriam reduzidas as oportunidades para ocorrência de oportunismo nos casos de contratação recorrente, pelo fato desta oferecer um processo de tomada de decisões adaptável e consecutivo, e a possibilidade do uso de mecanismos internos de incentivo e controle mais intensos e refinados. Como desvantagens da organização interna, Williamson (1991) destacou a predominância de incentivos fracos, em contraste com os incentivos fortes oferecidos pelos mercados, e os custos associados à burocratização das organizações. Os incentivos fracos estão associados ao uso de recompensas (salários) e de monitoramento, enquanto os incentivos fortes são proporcionados pela possibilidade de apropriação dos benefícios residuais (lucros líquidos), em situações nas quais os lucros ou os custos são influenciados pelos esforços dos agentes.

Um exemplo de solução hierárquica analisado por Williamson, relacionado com os mercados financeiros, é a sua explicação para o surgimento dos conglomerados com forma multidivisional (M) como mercados de capitais internos. Os conglomerados de estrutura M são caracterizados pela existência de um escritório central e por divisões operativas semi-autônomas, organizadas de acordo com linhas de produtos, de marcas ou geográficas. O escritório

central, composto por executivos de alto nível e por equipes de assessores e especialistas em finanças, que não exercem ingerência política nas partes funcionais, se ocuparia do monitoramento das divisões autônomas, da alocação dos recursos entre elas e do planejamento estratégico (Williamson, 1991). Um escritório central com essas características disporia dos recursos necessários e estaria em uma posição privilegiada para a obtenção de informações de qualidade sobre a organização como um todo, que permitiriam a este escritório atribuir prêmios e punições às diversas divisões de forma seletiva e realocar os recursos da forma mais eficiente dentro da organização, salvaguardando o processo interno de alocação do capital dos riscos associados ao comportamento oportunista dos administradores.

Trabalhos recentes têm estabelecido uma analogia entre esta visão dos conglomerados de estrutura M como mercados de capitais internos com os arranjos institucionais para financiamento do investimento industrial, envolvendo Estado, bancos e indústria, adotados em países em desenvolvimento e em alguns países desenvolvidos, como o Japão. Esses arranjos, de acordo com a noção de organização interna, se adequadamente desenhados, teriam a capacidade de reduzir os custos de transação associados às imperfeições de mercado derivadas dos problemas de informação vistos nas seções anteriores e possibilitar uma melhor alocação dos recursos financeiros em relação a uma solução pura de mercado.

## **5 Estado e problemas de informação nos mercados financeiros dos países em desenvolvimento**

As conclusões a respeito da existência de imperfeições de mercado derivadas dos problemas de assimetria de informação, como os racionamentos ineficientes, têm levado diversos autores (Stiglitz, 1993; Cho e Hellmann, 1993; Calomiris e Himmelberg, 1993) a sugerirem a existência de um papel potencial para o Estado na correção destas falhas, em especial nos casos dos países em desenvolvimento onde as instituições se mostrariam mais limitadoras do funcionamento dos mercados privados.

Conforme visto anteriormente, os mercados financeiros não irão necessariamente alocar recursos em projetos que oferecem retornos sociais mais elevados. Nesse contexto, empreendimentos socialmente desejáveis podem não obter os recursos externos necessários para a sua viabilização, por serem racionados nos mercados de crédito e de participação acionária. Os bancos, apesar de contribuírem para reduzir os problemas de informação (através da execução de funções de monitoramento delegado), podem adotar práticas de racionamento de crédito como comportamento ótimo. Os mercados de capitais, por sua vez, tendem a mostrar-se ainda mais sensíveis aos problemas de informação do que os bancos e a apresentarem maior dependência do contexto institucional, o que explicaria seu desenvolvimento historicamente lento na maioria dos países<sup>14</sup>. Contribuiria para isto a existência de problemas de agência entre acionistas e administradores, que tenderiam a ser mais graves sob os ambientes institucionais predominantes nos países em desenvolvimento.

Com base nos modelos teóricos apresentados nas seções anteriores, pode-se identificar situações nas quais esses efeitos tenderiam a ser mais graves, como os casos em que o nível de garantias que pode ser oferecido pelos tomadores é insuficiente para sinalizar a qualidade dos projetos, casos de inexistência de reputações suficientemente consolidadas por parte das firmas e casos de empreendimentos que introduzem tecnologias inovadoras, situações freqüentes nos países em desenvolvimento<sup>15</sup>. Nesses casos, o apoio financeiro do Estado pode, em princípio, proporcionar uma melhora no bem-estar ao contribuir para o relaxamento das restrições sobre o

<sup>14</sup> O estudo dos processos de consolidação dos mercados de capitais nos países hoje desenvolvidos oferece evidências em favor desta hipótese. A esse respeito ver Baskin (1988).

<sup>15</sup> Stiglitz (1989) aponta as seguintes características das instituições existentes nos países em desenvolvimento como fatores que contribuem para agravar os efeitos das assimetrias de informação nestes países: predominância de empresas de menor porte; inexistência de reputações consolidadas por parte das empresas; e a inexistência, ou o baixo grau de desenvolvimento, de instituições coletoras e disseminadoras de informações sobre as empresas. Outros fatores que também devem ser destacados são os relacionados com as limitações do ambiente institucional nesses países (conforme definido anteriormente); legislações relativas aos contratos e direitos de propriedade deficientes e/ou altos custos associados ao uso do sistema jurídico.

crédito sofridas por esses empreendimentos. Além disto, como destacam Calomiris e Himmelberg (1993), o crédito governamental pode facilitar o acesso futuro das empresas aos mercados financeiros privados, na medida que contribui para que as empresas se tornem riscos maduros de crédito. Esses autores também destacam a importância do crédito governamental em situações em que não são de desenvolvem relações entre as empresas e os intermediários financeiros privados por não ser possível estabelecer compromissos com credibilidade quanto à manutenção destas relações no longo prazo. Nesses casos, se os custos iniciais incorridos pelos intermediários não puderem ser recuperados através da manutenção de uma relação de longo prazo com as empresas tomadoras, estas não terão acesso aos mercados de crédito<sup>16</sup>.

Nos casos de empresas inovadoras, deve-se considerar também como benefícios do crédito estatal as externalidades que os investimentos viabilizados podem proporcionar nos mercados de produtos e fatores. Nesses casos se incluiriam as externalidades de aprendizado, processamento da informação e aquisição de capacidade tecnológica. Como destaca Stiglitz (1993), ao contrário do que ocorre nos países desenvolvidos – onde parte dessas externalidades são internalizadas pelas organizações – nos países em desenvolvimento o menor alcance destas organizações tende a impedir que isto ocorra, acentuando a importância da disponibilidade de crédito para viabilizar esse tipo de empreendimento.

Estabelecida a existência de um papel potencial para o Estado nos mercados financeiros, surge a questão a respeito das formas mais adequadas para a implementação das intervenções nestes mercados, como os programas de crédito dirigido administrados por instituições estatais de desenvolvimento. A esse respeito, é importante destacar que, em princípio, as instituições financeiras estatais se defrontam com os mesmos problemas de informação existentes para os

---

<sup>16</sup> Esse argumento está associado à natureza de bem público da informação. O investimento inicial em informação incorrido pelo emprestador pode ser capturado por outros intermediários, sem que este possa recuperar seus custos e obter benefícios da relação com a empresa. A provisão de crédito por parte do Estado contribuiria para eliminar esse problema. Do ponto de vista social, o custo incorrido pelo Estado poderia ser compensado pela viabilização dos empreendimentos apoiados.

agentes financeiros privados. Entre esses problemas, estão os relacionados com a seleção dos projetos e com seu monitoramento. Além disso, instituições financeiras estatais estão sujeitas a problemas de incentivo adicionais, uma vez que não alocam recursos segundo critérios puramente de mercado. Por essas razões, torna-se importante o estabelecimento de uma estrutura apropriada de incentivos para todos os agentes envolvidos nos programas de crédito dirigido, em especial os tomadores e as instituições emprestadoras. Além disso, trabalhos recentes têm enfatizado a importância da criação de arranjos institucionais que potencializem as oportunidades de cooperação e coordenação através da troca de informações entre o Estado e os setores envolvidos nas políticas e dos mecanismos de incentivos voltados para os diferentes agentes envolvidos, como os bancos e as empresas visadas.

Alguns autores têm se utilizado da idéia de organização interna de Williamson (Cho e Hellmann, 1993) na análise das intervenções diretas do Estado nos mercados financeiros, em particular os programas de crédito dirigido. Na presença de custos de transação elevados, causados pelas imperfeições de informação existentes nos mercados financeiros dos países em desenvolvimento, a internalização das transações financeiras (especialmente os empréstimos de longo prazo) em arranjos que contribuam para reduzir estes custos pode ser desejável. Nesse contexto, as intervenções do Estado nesses mercados poderia ser racionalizada de forma semelhante à análise de Williamson (1975, 1985) dos conglomerados com estrutura multidivisional (M), como tentativas de formação de mercados de capitais internos que buscam alocar recursos entre investimentos alternativos, buscando obter o melhor retorno social. Por outro lado, além dos problemas de incentivo de baixo poder associados aos arranjos institucionais do tipo hierárquico apontados por Williamson, deve-se considerar os problemas potenciais existentes nas relações entre o Estado e os grupos-alvo das políticas de apoio financeiro, como por exemplo a existência de interferência política na alocação dos recursos, que precisam ser contrabalançados através da criação de uma estrutura de incentivos apropriada dentro da organização interna envolvendo Esta-

do, bancos e setor privado. Por essas razões, tem sido destacada a importância do desenho de mecanismos institucionais com credibilidade, que minimizem esses efeitos e assegurem a alocação dos fundos da forma planejada e garantam seu pagamento (Calomiris e Himmelberg, 1993).

A importância da existência de arranjos institucionais com essas características para o bom funcionamento das intervenções do Estado nos mercados financeiros, através de programas de crédito dirigido, parecem ser confirmadas pela observação das experiências dos países em desenvolvimento a partir dos anos cinquenta. Nesse período um grande número de países em desenvolvimento implementaram programas de crédito dirigido, como parte de políticas de desenvolvimento, mas apenas poucos obtiveram resultados que podem ser considerados satisfatórios. Através do exame dos arranjos institucionais utilizados nos diferentes países, constata-se que aqueles que adotaram mecanismos com características de organização interna, como a Coreia do Sul, tenderam a obter melhores resultados em termos de crescimento econômico. Por outro lado, países que não criaram arranjos institucionais com mecanismos de incentivo adequados (a maioria dos países em desenvolvimento) tiveram resultados sofríveis, com grande desperdício de recursos devido a má alocação do crédito<sup>17</sup>.

## 7 Conclusão

Os trabalhos teóricos que analisam os mercados financeiros sob condições de assimetria de informação possibilitam algumas conclusões gerais a respeito dos seus efeitos sobre o funcionamento destes mercados: (a) os mercados de crédito e de participação acionária estão sujeitos a racionamentos ineficientes devido a problemas como seleção adversa e risco moral e (b) embora certos arranjos institucionais espontâneos – como os intermediários financeiros – contribuam para

---

<sup>17</sup> Este trabalho não tem como objetivo analisar os arranjos institucionais utilizados nos diferentes países que implementaram intervenções nos seus mercados financeiros, como parte de políticas de desenvolvimento econômico. Para a análise de alguns casos de países em desenvolvimento, ver Araújo (1997), Calomiris e Himmelberg (1993), Cho e Helmann (1993) e Banco Mundial (1989).

reduzir os efeitos desses problemas, persiste a possibilidade de resultados de mercado ineficientes.

Nos países em desenvolvimento, especialmente nos estágios iniciais do processo de industrialização, devido às características do ambiente e dos arranjos institucionais predominantes na economia, os problemas de informação tendem a ser mais graves. Nesses países, é muito provável que ocorram práticas de racionamento de crédito, especialmente de longo prazo, por parte dos intermediários financeiros. Por outro lado, o desenvolvimento rápido de mercados de capitais que venham a contribuir para superar as limitações dos mercados de crédito é pouco provável sob as condições existentes nesses países. Nesse contexto, existe um potencial para a atuação do Estado no relaxamento das restrições ao crédito sofridas por certos tipos de empreendimentos, reduzindo a dependência do investimento da acumulação de recursos internos por parte das empresas e contribuindo para o crescimento da economia.

No caso das políticas de intervenção do Estado nos mercados financeiros, visando reduzir os efeitos negativos das imperfeições de mercado sobre o investimento, a literatura tem destacado a importância dos arranjos institucionais adotados para implementá-las. Os trabalhos na linha da chamada nova economia institucional destacam a importância de mecanismos que potencializem as oportunidades de cooperação e coordenação, através de canais para troca de informações entre o governo e os grupos visados, ao mesmo tempo que criem os incentivos apropriados para os diferentes agentes envolvidos nessas políticas. Mecanismos com essas características têm sido associados à noção de solução hierárquica (organização interna), desenvolvida por Williamson (1989) em sua teoria dos custos de transação. A criação de um arranjo do tipo organização interna envolvendo Estado e setor industrial, segundo essa literatura, contribuiria para reduzir os custos de transação associados aos problemas de informação presentes nos mercados financeiros.

Finalmente, pode-se acrescentar ainda outras formas de atuação do Estado no sentido de contribuir para relaxar as restrições ao crédito nos mercados privados nos países em

desenvolvimento, como medidas voltadas para o aperfeiçoamento do ambiente institucional e para a manutenção da estabilidade macroeconômica, fatores indispensáveis para possibilitar o desenvolvimento dos mercados financeiros privados. O desenvolvimento destes mercados, por sua vez, permitiria ao longo do tempo eliminar a presença direta do Estado dos mercados financeiros dos países em desenvolvimento.

## 8 Referências

- ARAUJO, Nilton C. M. *Políticas de apoio financeiro do Estado ao setor industrial privado, através do Sistema BNDES, no período pós-1964: Uma abordagem através da economia da informação*. Tese (Doutorado em Economia) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 1997.
- BALTENSPERGER, E.; DEVINNEY, T. M. Credit rationing theory: a survey and synthesis. *Zeitschrift fuer die Gesamte Staatswissenschaft*, p. 475-502, 1985.
- BANCO MUNDIAL. *Relatório sobre o desenvolvimento mundial – 1989: sistemas financeiros e desenvolvimento*. Rio de Janeiro: FGV, 1989.
- BASKIN, Jonathan B. The development of corporate financial markets in Britain and the United States 1600-1914: overcoming asymmetric information. *Business History Review*, n. 62, p. 199-237, 1988.
- BESTER, Helmut. Screening vs Rationing in Credit Markets with imperfect information. *American Economic Review*, v. 75, n. 4, p. 850-855, Sept. 1985.
- CALOMIRIS, Charles W.; HIMMELBERG, Charles P. Directed credit programs for agriculture and industry: arguments from theory and fact. *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*. Washington: World Bank, 1993.
- CALOMIRIS, C. W.; HUBBARD, R. G. Firm heterogeneity, internal finance, and credit rationing. *Economic Journal*, n. 100, p. 90-104, 1990.
- CHO, Yoon Je. *Capital market structure and barriers to financial liberalization in a world of uncertainty*. Stanford: Stanford University, Center for Research in Economic Growth, 1984. (Memorandum, 24).
- CHO, Yoon Je; HELLMANN, T. *The government's role in Japanese and Korean credit markets: a new institutional economics perspective*. World Bank, 1993. (Working papers, n. 1190).
- COASE, Ronald H. The nature of the firm. *Economica*, n. 4, p. 386-405, 1937.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, Ash; LEVINE, Ross. Stock markets, corporate finance, and economic growth: an overview. *The World Bank Economic Review*, v. 10, n. 2, p. 223-239, 1996.
- DIAMOND, Douglas W. Financial intermediation and delegated monitoring. *Review of Economic Studies*, n. 51, p. 393-414, 1984.

- DOWD, Kevin. Optimal financial contracts. *Oxford Economic Papers*, n. 44, p. 672-693, 1992.
- GERSCHENKRON, Alexander. *Economic backwardness in historical perspective: a book of essays*. Cambridge, MA: The Belknap Press of Harvard University Press, 1962.
- GERTLER, Mark. Financial structure and aggregate activity: an overview. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 20, p. 559-588, 1988.
- GOLDSMITH, Raymond W. *Financial structure and development*. Yale University Press, 1969.
- GREENWALD, B.; STIGLITZ, Joseph E.; WEISS, Andrew. Informational imperfections in the capital market and macroeconomic fluctuations. *American Economic Review*, v. 74, n. 2, p. 194-199, 1984.
- GURLEY, John G.; SHAW, E. S. Financial aspects of economic development. *The American Economic Review*, v. 45, n. 4, p. 515-538, Sept. 1955.
- JAFFEE, D.; RUSSEL, T. Imperfect information, uncertainty, and credit rationing. *The Quarterly Journal of Economics*, n. 90, p. 651-666, 1976.
- JAFFEE, Dwight; STIGLITZ, Joseph. Credit rationing. In: FRIEDMAN, B. M.; HAHN, F. H. (Eds.). *Handbook of monetary economics*. Elsevier Science Publishers B. V., 1990. v. 2.
- KREPS, David. *A course in microeconomic theory*. Princenton University Press, 1990.
- KING, Robert; LEVINE, Ross. Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics*, p. 717-737, 1993.
- McKINNON, Ronald I. *A moeda e o capital no desenvolvimento econômico*. Rio de Janeiro: Interciência, 1978. (1ª ed. em inglês, 1973).
- MILDE, Hellmuth and RILEY, John G. Signaling in credit markets. *The Quarterly Journal of Economics*, n. 103, p. 101-129, Feb. 1988.
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, v. 13, p. 187-221, June 1984.
- REY, Patrick; STIGLITZ, Joseph. Short-term contracts as a monitoring device. *NBER Working Paper*, n. 4514, Oct. 1993.
- SCHUMPETER, J. A. *Teoria do desenvolvimento econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico*. São Paulo: Abril Cultural, 1982.
- SHAW, Edward S. *Financial deepening in economic development*. New York: Oxford University Press, 1973.
- SIMON, Herbert A. Organizations and markets. *Journal of Economic Perspective*, v. 5, n. 2, p. 25-44, Spring 1991.
- STIGLITZ, Joseph E. Credit markets and the control of capital. *Journal of Money, Credit, and Banking*, v. 17, n. 2, p. 133-152, May 1985.
- \_\_\_\_\_. Markets, markets failures and development. *American Economic Review*, v. 79, n. 2, p. 197-203, 1989.

\_\_\_\_\_. The role of the state in financial markets. *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*. Washington: World Bank, 1993.

STIGLITZ, Joseph E.; WEISS, A. Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, v. 71, p. 3, June 1981.

\_\_\_\_\_. Incentive effects of terminations: applications to the credit and labor markets. *American Economic Review*, v. 73, n. 5, p. 912-927, 1983.

WILLIAMSON, Oliver E. *Las instituciones económicas del capitalismo*. México: Fondo de Cultura Económica, 1989.

\_\_\_\_\_. *Mercados y jerarquías: su análisis y sus implicaciones antitrust*. México: Fondo de Cultura Económica, 1991.

\_\_\_\_\_. *The economic analysis of institutions and organizations: in general and with respect to country studies*. Paris: Organization for Co-operation and Development, 1993. (Working papers, n. 133).

WILLIAMSON, Stephen. Costly monitoring, financial intermediation, and equilibrium credit rationing. *Journal of Monetary Economics*, v. 17, p. 156-179, Sept. 1986.