

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

CLARISSA JAHNS SCHLABITZ

CUSTOS DE TRANSAÇÃO E O MERCADO DE CRÉDITO  
BRASILEIRO: UMA ANÁLISE SOB A ÓTICA DA NOVA  
ECONOMIA INSTITUCIONAL

PORTO ALEGRE  
2008

CLARISSA JAHNS SCHLABITZ

CUSTOS DE TRANSAÇÃO E O MERCADO DE CRÉDITO  
BRASILEIRO: UMA ANÁLISE SOB A ÓTICA DA NOVA  
ECONOMIA INSTITUCIONAL

Dissertação apresentada ao programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do grau de Mestre em Economia com ênfase em Economia do Desenvolvimento.

Orientador: Prof. Dr. Sérgio Marley Modesto Monteiro

PORTO ALEGRE  
2008

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)  
Responsável: Biblioteca Gládis W. do Amaral, Faculdade de Ciências Econômicas da  
UFRGS

S338c

Schlabit, Clarissa Jahns

Custo de transação e o mercado de crédito brasileiro: uma análise sob a ótica da nova economia institucional / Clarissa Jahns Schlabit. – Porto Alegre, 2008.

201 f. : il.

Orientador: Sérgio Marley Modesto Monteiro.

Ênfase em Economia do Desenvolvimento.

Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Programa de Pós-Graduação em Economia, Porto Alegre, 2008.

1. Custo de transação: Crédito bancário pessoal. 2. Mercado: Crédito bancário pessoal: Brasil. I. Monteiro, Sérgio Marley Modesto. II. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Faculdade de Ciências Econômicas. Programa de Pós-Graduação em Economia. III. Título.

CDU 336.77

CLARISSA JAHNS SCHLABITZ

**CUSTOS DE TRANSAÇÃO E O MERCADO DE CRÉDITO BRASILEIRO:  
UMA ANÁLISE SOB A ÓTICA DA NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL**

Dissertação apresentada ao programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do grau de Mestre em Economia com ênfase em Economia do Desenvolvimento.

Aprovada em: Porto Alegre, 08 de dezembro de 2008.

---

Prof. Dr. Giácomo Balbinotto Neto  
UFRGS

---

Prof. Dr. Marcelo Savino Portugal  
UFRGS

---

Prof. Dr. Huáscar Fialho Pessali  
UFPR

## AGRADECIMENTOS

Ao refletir sobre os ensinamentos e conceitos da Nova Economia Institucional, compreendo que minha vida também possui uma trajetória dependente, em que minhas escolhas, as pessoas que cruzaram o meu caminho, aquelas que me acompanharam por determinado tempo e aquelas que estão até hoje, constituem não apenas a minha história, mas também indicam a direção que tomei para me encontrar hoje aqui, buscando, literalmente, o ponto final deste trabalho.

De fato, seria injusto apontar apenas aqueles que contribuíram diretamente para a realização deste estudo sem mencionar pessoas que me apoiaram em situações diversas. Mas ao correr o risco de imperdoavelmente omitir alguém, começo por agradecer em conjunto e com toda a minha sinceridade todos aqueles que me ajudaram a enxergar, contornar, retirar e enfrentar as pedras que eventualmente apareceram em meu caminho.

Isto posto, agradeço em especial à minha tia Renata Straatmann, que sob sua elegância e tenacidade, aceitou receber-me em sua casa, oferecendo-a como moradia. Tia Renata, não tenho palavras para descrever todo o amor e gratidão que sinto. Obrigada.

Claro, agradeço a meus pais, Francisco e Christine, e à minha irmã, Caroline, que souberam respeitar a minha escolha e, mesmo longe e saudosos, me apoiaram e me fortaleceram. Amo vocês.

Agradecimentos sinceros ofereço às pessoas que aprenderam a me tolerar, suportar e até a gostar de mim neste período de pouso porto-alegrense, dentre elas, Thaís, Carla e Fernando. Adoro vocês!

Ao Sergio Marley Modesto Monteiro: professor, não me sinto apta a descrever tua paciência e apoio. Apesar de todos os desencontros (literalmente) soubeste estender a mão nos momentos mais decisivos, oferecendo conhecimento e sinceridade. Obrigada.

Ainda, agradeço à CAPES e ao SINMETAL, que por meio de auxílio financeiro, influenciaram fortemente a realização deste trabalho. Incluo também o Programa de Pós-Graduação em Economia da UFRGS e a seu corpo docente.

## RESUMO

O mercado de crédito brasileiro oferta uma quantidade reduzida de crédito a preços elevados, denotando sinais de um resultado não eficiente. Uma das explicações para esse fato é a existência de altos custos de transação no mercado, que acabam por restringir sua dimensão e elevar o custo total. Um estudo que identifique os custos de transação e seus componentes pode auxiliar na avaliação desse resultado, bem como pode contribuir para o entendimento dos aspectos necessários para o seu aprimoramento. O referencial teórico da Economia dos Custos de Transação fornece uma série de ferramentas analíticas que permitem essa avaliação, focando a existência de custos de transação não-nulos. O objetivo deste estudo é justamente analisar os determinantes dos custos de transação e seus efeitos no mercado de crédito brasileiro. Para tanto, é realizada uma revisão da literatura da Economia dos Custos de Transação, de forma a apresentar o instrumental analítico. Além disso, é feita uma caracterização dos mercados de crédito, apontando para as possíveis fontes de custos de transação. Logo após, analisa-se o mercado de crédito brasileiro sob a ótica Economia dos Custos de Transação e realiza-se um exercício econométrico para avaliar qual o impacto dos custos de transação sobre a oferta de crédito pessoal no Brasil. Como resultado, destaca-se duas fontes principais de custos de transação. A primeira é a elevada assimetria informacional presente nas transações de crédito, que é fruto de sistemas de compartilhamento de informações pouco desenvolvidos. A segunda é a ineficiência do *enforcement*, por suas características de lentidão, custos elevados e imprevisibilidade. Essas duas fontes apresentam-se como os principais determinantes dos custos de transação que influenciam negativamente a oferta de crédito no Brasil, e, mais especificamente, o nível de concessões de crédito pessoal. Essa hipótese é ratificada pelos resultados do exercício econométrico realizado no estudo.

Palavras-Chaves: Custos de Transação, Mercado de Crédito, Informação Assimétrica, *Enforcement*, Brasil, Crédito Pessoal.

JEL Code: G14, G18, N20

## ABSTRACT

The Brazilian credit market supplies little volume of credit at elevated prices, which signals non-efficient market results. The existence of high transaction costs in the credit market is one of the issues that are raised to explain these results because they restrain the credit market dimensions and elevate its costs. Therefore their correct identification could help to evaluate the market results and could also contribute for the comprehension of the aspects which are necessary for its improvement. The Economic of Transaction Costs offers a theoretical referential that allows for this evaluation to take place by focusing on the existence of non-null transaction costs. This study analyses the transaction-cost determinants of the Brazilian credit market. To do so, the Economics of Transaction Cost literature is briefly presented and it is followed by a credit market description. Subsequently the Brazilian credit market is analyzed and an econometric exercise is offered. As a result, two main sources of transaction costs are identified in the market. The first one is the asymmetric information that is current at credit transactions and has its roots at the underdeveloped information sharing systems. The second one is the inefficient *enforcement* which is said to be slow, costly and unpredictable. Therefore, those two sources are pointed to be the transaction-cost determinants that adversely impact the credit supply in Brazil and, more specifically, the personal credit market. This hypothesis is reaffirmed by the econometric results presented in the study.

Key-words: Transaction Costs, Credit Market, Asymmetric Information, *Enforcement*, Brazil, Personal Credit.

JEL Code: G14, G18, N20

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - Decomposição do <i>Spread</i> Bancário por Fatores de Custo - Proporções (%)	
Dezembro de 2003 – .....	<b>124</b>
TABELA 2 – Resultados das Estimativas por GMM .....	<b>180</b>
TABELA 3 – Resultados das Estimativas por MQO.....	<b>181</b>



## LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – Dilema do Prisioneiro sob a Possibilidade de Comportamento Oportunista. ....	21
FIGURA 2 – Esquema das Conseqüências Contratuais dadas as Combinações possíveis entre Racionalidade Limitada e Oportunismo.....	37
FIGURA 3 - Curva de Retorno Esperado em Função da Taxa de Juros.....	69
FIGURA 4 – Equilíbrio com Racionamento de Crédito.....	70
FIGURA 5 - Curva de Retorno Esperado da Instituição Financeira.....	71
FIGURA 6 – A Curva de Transação .....	77
FIGURA 7 – Plano de Transação Maximizador de Lucros .....	78
FIGURA 8 – Curvas de Produção – Bruta e Líquida.....	79
FIGURA 9 – Esquema de Mudanças Institucional 1965 – 1994 .....	109
FIGURA 10 – Esquema de Mudança Institucional 1994 – 1999.....	114
FIGURA 11 – Organização do Sistema Financeiro Nacional.....	119
FIGURA 12 - Evolução do <i>Spread</i> Médio Mensal das operações de crédito com recursos livres referenciais para taxas de juros (%) - junho de 2000 a dezembro de 2007 – Brasil .....	122
FIGURA 13 – Evolução das Operações de Crédito Totais do Sistema Financeiro - junho de 2000 a dezembro de 2007 - Brasil - R\$Bilhões .....	155
FIGURA 14 – Evolução das Operações de Crédito Totais do Sistema Financeiro como Percentual do PIB brasileiro - junho de 2000 a dezembro de 2007 - Brasil - (%).....	155
FIGURA 15 – Evolução das taxas médias de juros pré-fixadas das operações de crédito com recursos livres - Pessoa Física e Pessoa Jurídica - junho de 2000 a dezembro de 2007 - (% a.a.) - Brasil - .....	156
FIGURA 16 – Evolução do prazo médio consolidado das Operações de Crédito com recursos livres - Pessoa Física e Pessoa Jurídica - junho de 2000 a dezembro de 2007 - Dias- Brasil.....	156
FIGURA 17 – Evolução da Taxa de Juros <i>Selic</i> - fixada pelo COPOM - junho de 2000 a dezembro de 2007 - (% a.a.) - Brasil –.....	157
FIGURA 18 – Fontes de Custos de Transação <i>de Mercado</i> .....	158
FIGURA 19 - Evolução das operações de crédito com recursos livres como percentual do PIB brasileiro – Modalidades de Pessoa Física e Pessoa Jurídica - junho de 2000 a dezembro de 2007 - (%) - Brasil.....	167

FIGURA 20 - Diferenças de Custos de Transação entre as Modalidades de Crédito Pessoal.....	171
FIGURA 21 - Evolução dos Custos de Transação - Deflacionados pelo IPCA e não Deflacionados - junho de 2000 a dezembro de 2007 - (%) - Brasil .....	172
FIGURA 22 - Equilíbrio do Mercado de Crédito – Variação da Renda .....	173
FIGURA 23 - Equilíbrio do Mercado de Crédito – Variação Negativa da Estabilidade Macroeconômica .....	174
FIGURA 24 - Equilíbrio do Mercado de Crédito – Variação Positiva da Estabilidade Macroeconômica .....	175
FIGURA 25 - Equilíbrio do Mercado de Crédito – Aumento dos Custos de Transação <i>de Mercado</i> .....	176

## **LISTA DE QUADROS**

QUADRO 1 - Classificação dos Custos de Transação .....	29
--	----

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	<b>11</b>
<b>2 A ECONOMIA DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO</b> .....	<b>15</b>
<b>2.1 Racionalidade Limitada</b> .....	<b>16</b>
<b>2.2 Oportunismo</b> .....	<b>18</b>
<b>2.3 Refinando o Conceito de Custos de Transação</b> .....	<b>23</b>
2.3.1 A Origem.....	24
2.3.2 A Definição.....	26
2.3.3 Papel dos Contratos Incompletos.....	31
2.4 Ambiente Institucional e Governança.....	41
2.5 Mudança institucional.....	47
<b>3 O MERCADO DE CRÉDITO</b> .....	<b>55</b>
3.1 O Produto.....	56
3.2 Os Agentes Econômicos.....	59
3.2.1 Os Pressupostos de Comportamento.....	60
3.2.2 Demanda – O Agente Devedor.....	63
3.2.3 Oferta – O credor.....	65
3.3 O Equilíbrio no Mercado de Crédito.....	68
<b>3.4 Os Custos de Transação</b> .....	<b>74</b>
3.4.1 O Contrato Financeiro.....	81
3.4.2 A Informação.....	83
3.4.3 O Monitoramento.....	89
3.4.4 O <i>Enforcement</i> .....	93
<b>3.5 Mudanças Institucionais</b> .....	<b>99</b>
<b>4 O MERCADO DE CRÉDITO BRASILEIRO</b> .....	<b>104</b>
<b>4.1 Histórico</b> .....	<b>105</b>
4.1.1 Período 1965 - 1994.....	105
4.1.2 Período 1994 - 1999.....	109
4.1.3 Período 1999 – 2007.....	115
<b>4.2 Características Atuais</b> .....	<b>116</b>

4.2.1 O <i>Spread</i> Bancário .....	122
<b>4.3 Características Institucionais .....</b>	<b>125</b>
4.3.1 O Monitoramento: O papel da Informação .....	126
4.3.2 O <i>Enforcement</i> - A Justiça .....	131
<b>4.4 Mudanças Institucionais .....</b>	<b>144</b>
4.4.1 A Influência de Mudanças Institucionais: Um Exemplo .....	145
4.4.2 Mudanças Institucionais do Período 1999 - 2007 .....	147
<b>5 CUSTOS DE TRANSAÇÃO E CRÉDITO PESSOAL NO BRASIL .....</b>	<b>154</b>
<b>5.1 Diagnóstico .....</b>	<b>154</b>
<b>5.2 Revisão de Literatura.....</b>	<b>159</b>
5.2.1 Mercado de Crédito Brasileiro .....	159
5.2.2 Custos de Transação.....	163
<b>5.3 Dados e Metodologia .....</b>	<b>166</b>
5.3.1 Custos de Transação no Mercado de Crédito Pessoal.....	168
5.3.2 Mercado de Crédito Pessoal .....	172
<b>5.4 Resultados ....</b>	<b>181</b>
<b>6 CONCLUSÃO .....</b>	<b>185</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>190</b>

## 1 INTRODUÇÃO

O sistema financeiro e o mercado de crédito desempenham um importante papel no desenvolvimento de uma economia. É por meio do acesso ao crédito que os agentes econômicos podem antecipar seus gastos futuros: as famílias aumentam seu padrão de consumo e as empresas podem investir de forma a se tornarem mais eficientes, aumentando a quantidade produzida e transacionada nos mercados. A importância do crédito para o crescimento econômico justifica o estudo de seus determinantes.

Uma das grandes questões que envolvem o estudo do mercado de crédito é o caráter especial de seu produto. O crédito é uma transferência de propriedade temporária de moeda, em que está intrínseca a noção de confiança, pois sua realização está ligada ao tempo futuro e à promessa de devolução. Nesse sentido, fatores que influenciam qualquer um desses componentes podem impactar esse mercado. Tais fatores estão ligados aos direitos de propriedade, à formação de uma base informacional e de uma estrutura de interação que gere confiança, à estabilidade de relações intertemporais e a mecanismos que incentivem o cumprimento de uma promessa.

Todos esses aspectos podem ser analisados sob ótica da Nova Economia Institucional bem como da Economia dos Custos de Transação. Essas linhas de pesquisa baseiam-se nas suposições de que o indivíduo possui racionalidade limitada e pode comportar-se de forma oportunista. Tais pressupostos assumem que o agente econômico não pode ser completamente confiável, possui informações incompletas e uma visão míope da economia. No mercado de crédito, pressupor este tipo de comportamento significa entender o funcionamento do mercado sob uma ótica diferenciada da convencional que leva a resultados nem sempre eficientes. Ao supor comportamentos individuais que não são racionais sob o ponto de vista da economia neoclássica tradicional, considera-se a existência de falhas nas interações humanas que, por sua vez, impactam as transações. Estas transações passam também a apresentar falhas que se transformam em custos a serem incorporados no cálculo de *precificação*. Estes são custos de transação, que podem ser divididos em custos de transação políticos, administrativos e *de mercado*.

Os custos de transação *de mercado* são os que mais influenciam um mercado de crédito e estão ligados a uma série de componentes que incluem: a formação do ambiente institucional (legislação e direitos de propriedade) de uma sociedade, o grau de assimetria de informação (balizado pela racionalidade limitada e pelo oportunismo), a existência de contratos incompletos (estrutura de incentivos) e as mudanças institucionais, que influenciam constantemente os custos ao mudarem os incentivos em uma sociedade. A correta identificação desses componentes pode auxiliar no aprimoramento dos resultados de um mercado de crédito. Custos de transação podem aumentar o preço ou até mesmo coibir uma transação de crédito, se altos o suficiente. Assim, sua redução pode significar uma contribuição para o desenvolvimento do mercado de crédito com impactos positivos sobre a economia dos países.

No Brasil em especial, o mercado de crédito tem pouco volume e é oneroso e um dos fatores apontados para esse resultado é justamente a existência de altos custos de transação no mercado, que acabam por restringir sua dimensão e elevar seus custos totais. Um estudo que identifique os custos de transação e seus componentes, como apontado acima, pode ser de grande valia para uma melhor avaliação dos seus resultados bem como pode contribuir para o entendimento dos aspectos necessários para o seu aprimoramento. Tem-se, assim, a justificativa para a apreciação do mercado de crédito brasileiro sob a ótica da Economia dos Custos de Transação.

O objetivo central deste estudo é analisar, sob a ótica da Economia dos Custos de Transação, a existência de custos de transação *de mercado* e seus efeitos sobre o mercado bancário brasileiro de crédito pessoal. Para tanto, este estudo caracteriza inicialmente a Economia dos Custos de Transação e o mercado de crédito sob esta ótica. Esses passos iniciais constroem no decorrer do estudo as estruturas e o referencial teórico necessários para a realização da análise do mercado de crédito brasileiro e de seus custos de transação.

O presente trabalho está organizado em capítulos, iniciando pelo capítulo 2, em que é apresentada uma revisão de literatura sobre a Economia dos Custos de Transação com o intuito de definir conceitos e pressupostos a serem utilizados como ferramentas de análise. O capítulo começa pela apresentação dos pressupostos comportamentais (racionalidade limitada e

oportunismo) por serem a base de argumentação de toda a linha de pesquisa da Economia dos Custos de Transação. Logo após, o conceito de custos de transação passa por um refinamento com o objetivo de esclarecer e delinear sua natureza e seus efeitos sobre a economia. Em seguida está uma breve digressão sobre o ambiente institucional enquanto mecanismo que constrói a estrutura de incentivos da sociedade e, portanto, influencia os custos de transação. Por fim, discute-se como se dão as mudanças institucionais, seus agentes ativos e passivos e também como se dá o processo de adaptação e direcionamento dessas mudanças.

No capítulo 3, é feita a caracterização do mercado de crédito sob a ótica da Economia dos Custos de Transação, com o objetivo de formatar um referencial teórico específico ao mercado de crédito. Para tanto, o capítulo começa pela identificação do produto (crédito) e dos agentes (tomador e instituição financeira) envolvidos na relação econômica, buscando avaliar, a partir de então, como se chega ao equilíbrio de mercado. Em seguida, são apresentados os custos de transação que podem existir em um mercado de crédito, dentre eles os que caracterizam os custos de transação *de mercado*, isto é, relacionados à problemática de preparar, concluir monitorar contratos (contratos incompletos, informação assimétrica, monitoramento e *enforcement*). Por fim, a caracterização é estendida às mudanças institucionais e como elas podem influenciar um mercado de crédito.

No capítulo 4, utiliza-se a literatura e estudos existentes para mostrar como o mercado de crédito brasileiro se encaixa na estrutura de um mercado de crédito com custos de transação *de mercado* apresentado no capítulo anterior. A avaliação começa por uma breve introdução da história recente do mercado de crédito brasileiro com o intuito de contextualizar a análise e passar para a caracterização atual do mercado. Logo após são apresentadas as características institucionais do mercado de crédito brasileiro, focando no papel do monitoramento e do *enforcement* por serem os elementos de maior peso na estrutura dos custos de transação. Por fim, são destacadas as mudanças institucionais que mais diretamente intentaram em mitigar as falhas institucionais apontadas, com o objetivo de reduzir custos no mercado.

Já no capítulo 5 é realizado um exercício econométrico para mostrar que os custos de transação *de mercado* realmente existem e afetam o mercado de crédito brasileiro. O foco se dá



no mercado de crédito pessoal e uma *proxy* para os custos de transação é utilizada para avaliar o impacto desses custos sobre o nível de concessão de crédito pessoal. Em primeiro lugar, faz-se um rápido diagnóstico do mercado, destacando sua evolução recente. Em segundo lugar, é apresentada uma breve revisão de bibliografia que tem a função de embasar a escolha do modelo a ser utilizado e a mensuração dos custos de transação. Com isto, introduz-se a metodologia e os dados a serem utilizados e, em seguida, tem-se a ilustração dos resultados bem como sua avaliação. No último capítulo são feitos os comentários à guisa de conclusão.

## 2 A ECONOMIA DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO

A idéia que está no cerne da linha de pesquisa da Nova Economia Institucional (NEI) é a de que as instituições são fatores que condicionam e influenciam o desempenho econômico<sup>1</sup>. Como afirma North (1990), as instituições são as regras formais e informais de uma sociedade, ou seja, são os mecanismos que regulam e moldam as ações dos seres humanos. Elas influenciam as escolhas dos indivíduos e seus efeitos podem ser avaliados e analisados por meio do instrumental da teoria econômica.

As instituições estruturam as ações humanas ao fornecerem incentivos que moldam a organização política e econômica, afetando os custos de produção e transação em uma sociedade. Elas influenciam comportamentos individuais ou de grupos e, portanto, preferências e prioridades expressas por meio de decisões privadas ou públicas. Não apenas isso, o custo de identificar violações e executar a punição é também parte da análise institucional, porque sua eficiência é essencial para definir o raio de ação dos agentes.

A Economia dos Custos de Transação (ECT) se insere na NEI por utilizar os pressupostos de racionalidade limitada e informação incompleta na análise das trocas econômicas<sup>2</sup>. North (1990) afirma que as instituições estruturam uma sociedade por regularem as interações humanas, reduzindo a incerteza inerente a essas interações. Assim, instituições devem propiciar uma clara definição dos direitos de propriedade de modo a facilitar a organização e a condução das transações. Dessa forma, elas se inserem no contexto da ECT como fator que condiciona a tomada de decisão e, portanto, os resultados de mercado.

A ECT coloca o problema contratual como central na análise das organizações econômicas. Contratos são negociados, redigidos e executados com base em instituições. De acordo com Williamson (1989), as etapas *ex ante* e *ex post* de estabelecimento dos contratos determinam os custos de transação, assumindo-se que os agentes econômicos têm racionalidade

---

<sup>1</sup> Para fins de simplificação, utilizar-se-á neste estudo a abreviatura NEI em lugar de Nova Economia Institucional.

<sup>2</sup> Analogamente, para fins de simplificação, utilizar-se-á neste estudo a abreviatura ECT em lugar de Economia dos Custos de Transação.

limitada e comportam-se de maneira oportunista. Considerando-se sua importância para a ECT esses pressupostos comportamentais são discutidos a seguir.

## **2.1 Racionalidade Limitada**

Como North (1990) afirma, os seres humanos são os agentes responsáveis por criar, manter e mudar as instituições. Portanto, uma teoria sobre instituições deve começar pela análise do ser humano. Tanto a NEI como a ECT partem da premissa de que o indivíduo enquanto agente econômico possui restrições quanto a conhecimento e informações, habilidades e tempo. Tal premissa comportamental se distingue da teoria econômica tradicional que parte da suposição de que o indivíduo possui uma racionalidade instrumental, base da Teoria da Escolha do Consumidor<sup>3</sup>. Existe um debate na literatura econômica acerca da validade dos pressupostos dessa teoria e há um leque de estudos que busca tornar mais real o conceito de racionalidade utilizado na economia. A Nova Economia Institucional busca essa visão baseando-se no conceito de racionalidade limitada.

Herbert A. Simon, um dos autores mais importantes do debate sobre a racionalidade, contrasta os métodos de explicação da racionalidade na economia com os da psicologia. Ele contesta o conceito de racionalidade da economia neoclássica, que omite o conteúdo dos objetivos e valores e postula uma consistência global de comportamento única, em que o indivíduo sempre toma decisões racionais em relação ao seu ambiente, sendo este passado, presente ou futuro. Em contrapartida, Simon (1987) apresenta o conceito de racionalidade das outras ciências sociais que procura levar em conta a natureza dos valores, como se dá o processo de tomada de decisão e como estratégias são usadas no raciocínio e nas interações. Ou seja, o foco está no processo de escolha e não na produção de escolhas ótimas, como na economia.

---

<sup>3</sup> A Teoria da Escolha do Consumidor faz algumas suposições fortes quanto ao comportamento do agente econômico. Assume-se que ele tem preferências que são completas, reflexivas, transitivas, contínuas, monotônicas e convexas, o que permite que possam ser representadas por uma função utilidade. Suas escolhas resultam da maximização dessa função, dada sua restrição orçamentária.

Segundo Simon (1987), assumindo um mundo perfeito, não há divergência entre o processo de decisão do agente e a percepção dele sobre o ambiente em que está inserido, permitindo uma previsão correta de suas escolhas. Porém, aceitando a suposição de um mundo imperfeito, essa divergência deve existir e, portanto, uma teoria de processo de decisão deve ser construída. O autor exemplifica situações em que a racionalidade implícita na maximização da utilidade não é suficiente para explicar questões econômicas. Por exemplo, a utilização de suposições ou hipóteses auxiliares para explicar a “irracionalidade” dentro da racionalidade, como no caso das expectativas, é um instrumento muito utilizado para “fugir” a empecilhos impostos e não explicados pela racionalidade instrumental. No entanto, ele argumenta que estas suposições e hipóteses *ad hoc* tornam a teoria incontestável e tautológica.

Mullainathan e Thaler (2000) reforçam essa visão mencionando três limites da natureza humana: a racionalidade limitada, que reflete os limites das habilidades cognitivas (restringindo soluções de problemas humanos); força de vontade limitada, que explica como as pessoas fazem escolhas que não são do seu melhor interesse no longo prazo e; auto-interesse limitado, que incorpora o altruísmo na tomada de decisão dos indivíduos. Todos os três estão ligados à teoria de racionalidade de Hebert Simon que não acredita na ilimitada capacidade de processar informações dos seres humanos.

Já Elster (1990), com instrumentos da psicologia, busca caracterizar situações em que a Teoria da Escolha Racional falha como ferramenta de explicação e previsão de ações dos indivíduos. Para melhor entender estas falhas o autor estuda como se forma a ação racional. Segundo ele, para que uma ação racional seja formada deve haver uma relação ótima entre desejos, convicções e evidências. São três as relações envolvidas na escolha da ação racional: achar a ação ótima de acordo com os desejos e convicções do indivíduo; formar convicções ótimas embasadas em evidências; e coletar a quantidade ótima de evidências, de acordo com os desejos e convicções do indivíduo.

Se qualquer um desses níveis apresentar anormalidades (erros) ou, ainda, se houver mais do que uma ação ótima ou ela inexistir, a escolha racional deixa de ser consistente com a idéia de racionalidade ilimitada. Assim, Elster (1990) afirma que a Teoria da Escolha Racional é uma

teoria normativa e não descritiva, uma vez que do ponto de vista descritivo, a teoria pode ser indeterminada – quando falha em produzir previsões únicas – ou inadequada – quando faz previsões erradas.

Nesse sentido, utilizar como suposição a idéia de que o indivíduo não possui limitações no seu processo de escolha torna míope a análise econômica que busca entender como o indivíduo toma suas decisões. Lança-se assim, a noção de racionalidade limitada<sup>4</sup>.

A idéia por trás da racionalidade limitada está na suposição de que o indivíduo procura maximizar sua utilidade, mas está sujeito a outras limitações além da renda. O indivíduo é limitado em termos de habilidades, informações, tempo e conhecimento. Essa suposição flexibiliza os pressupostos da teoria e permite que os resultados previstos se aproximem da vida real. A pressuposição de racionalidade limitada permite a análise da realidade como ela é, com informações incompletas e comportamentos não-mecânicos, o que gera resultados distintos daqueles que a teoria neoclássica encontra além de trazer à tona elementos antes ignorados (como regras, leis, contratos incompletos, etc.), que passam a ser fatores e (ou) determinantes de resultados econômicos.

## 2.2 Oportunismo

A apresentação dos pressupostos da Economia dos Custos de Transação não está completa sem a definição do conceito de oportunismo e suas conseqüências para a economia. Williamson (1985) define oportunismo como sendo um comportamento egoísta (de auto-interesse), inteligente e por vezes desonesto, utilizado para obter vantagens. Ainda, oportunismo refere-se à divulgação incompleta, distorcida de informações, com o objetivo de enganar, distorcer, disfarçar, ofuscar ou apenas confundir. Williamson (1985) não afirma que o comportamento oportunista se apresenta em todos os agentes econômicos, mas apenas em parte da população,

---

<sup>4</sup> Para maior detalhamento sobre o estudo, debate e a construção da racionalidade limitada ver: Sippel (1997), Camerer e Loewenstein (2003), Kahneman (2002), Kahneman e Tversky (1990), Einhorn e Hogarth (1987) e Cosmides e Tooby (1994)

porém, uma vez que há racionalidade limitada e informações incompletas, as pessoas não têm como identificar qual agente está mais propício à cooperação e confiança ou qual se comporta de forma oportunista.

O comportamento oportunista na economia se dá com a possibilidade de um agente se apropriar de ganhos de outrem advindos de uma estratégia de cooperação unilateral. Um exemplo é uma barganha entre um comprador e um vendedor: o vendedor cobra um preço maior do que ele acha que vale o bem a ser vendido e o comprador pede um preço abaixo do que ele acha que vale o bem a ser comprado. O vencedor da barganha apropria-se dos ganhos, ou seja, se o vendedor vence a barganha, ele recebe um valor maior do que espera e apropria-se dos ganhos por meio do lucro, mas, se o comprador vence, ele é quem se apropria dos ganhos ao pagar um preço mais baixo e economizar o montante.

Ainda, um comportamento oportunista pode se dar, por exemplo, em uma transação que envolve ativos específicos, isto é, ativos que, ao desempenharem uma função, não podem ser reempregados em outra função sem um sacrifício de seus valores de mercado. Por exemplo, suponha que uma firma X tenha feito um investimento em um ativo específico prevendo custos e lucros de acordo com os preços de insumos prometidos por outra firma Y, que é a única firma que pode prover estes insumos. Suponha ainda que, quando da maturação do investimento, a firma Y resolva aumentar seus preços. Ela o faz porque sabe que a firma X irá pagar da mesma forma uma vez que o investimento de um ativo específico gerou *sunk costs* que forçam a firma X a aceitar o novo valor do insumo, pois sua recusa inviabilizaria a produção. Nesse exemplo, a firma Y apropria-se de parte dos ganhos da firma X, firmando-se nos investimentos feitos, mostrando, assim, um comportamento oportunista.

Em seu artigo de 1993, Williamson faz uma análise do oportunismo enquanto pressuposto de comportamento para explicar e descrever a organização econômica. Segundo ele, a importância de se pressupor comportamento oportunista está na percepção de um mundo em que contratos são incompletos, dada a racionalidade limitada, e podem não ser cumpridos dependendo do comportamento do agente. Fazer uma análise de organizações econômicas como

se todos os agentes econômicos fossem cooperativos e cumprissem suas promessas seria fazer uma análise incompleta da realidade.

Williamson (1993) afirma ainda que apesar de oportunismo ser um termo pouco técnico, o mesmo sugere que o comportamento desviado não é uma condição arcaica e estranha e sim familiar e presente. Oportunismo não seria uma norma de comportamento dos agentes, aliás, na maior parte do tempo, os agentes negociam de forma usual e nem pensam de forma oportunista. O risco de oportunismo, no entanto, é latente.

Para Williamson (1993) esse conceito é importante porque abrange uma gama maior de fenômenos do que simples relações de informação assimétrica. Destarte, o oportunismo explica tanto as falhas de comportamento *ex ante* e *ex post* dos agentes como também a falha de se dizer a verdade (omissão ou mentira). As possibilidades de o agente mentir, enganar e roubar são admitidas, assim como a possibilidade de o agente aceitar o compromisso e depois descumprir-lo. A probabilidade de agentes induzirem quebras de contratos e utilizarem comportamento estratégico também. Assim, não apenas esse pressuposto considera que nem todos os agentes são confiáveis e indistinguíveis, mas também que os agentes devem se relacionar de forma a atenuar o oportunismo, seja utilizando análises *ex ante*, seja utilizando mecanismos como contratos para proibir esse comportamento *ex post*. Em resumo, Williamson afirma que: “What transaction cost economics says, however, is that because opportunistic agents will not self-enforce open-ended promises to behave responsibly, efficient exchange will be realized only if dependencies are supported by credible commitments.” (WILLIAMSON, 1993, p. 100)

Nesse sentido e segundo Hill (1990), os custos de negociar, monitorar e fazer valer contratos de contingência que evitem a possibilidade de oportunismo são os custos de transação. Com isso, oportunismo possui papel essencial na economia, pois sua inexistência significaria que todas as trocas seriam ditadas pela cooperação e promessas seriam suficientes para assegurar os resultados de mercado.

Ainda, para Hill (1990), o contexto social em que as transações são realizadas pode afetar de forma positiva ou negativa o comportamento do indivíduo, uma vez que redes sociais e

relações *interpessoais* podem atenuar ou não o oportunismo. Williamson (1993) não dispensa o papel do contexto e vai além, afirmando que o nível de *embeddedness* é o que molda e enraíza comportamentos e regras no ambiente institucional, uma vez que é nele que estão os valores e a cultura de uma sociedade. No entanto, ele alega que incluir o fator “contexto” na análise não retira a propriedade do ser humano de se comportar de forma oportunista.

Para exemplificar, Hill (1990) monta um esquema do dilema do prisioneiro, representado na FIGURA 1 para mostrar os incentivos ao oportunismo. Os *payoffs* do jogo refletem o fato de a cooperação gerar maiores ganhos do que o comportamento oportunista, no sentido de que a tática da cooperação é superior, (*payoffs* (10,10)). Se um dos agentes opta por agir oportunista e o outro não, o primeiro se apropria dos ganhos do outro jogador, porém, parte do *payoff* torna-se peso morto (*payoffs* (15, 0) ou (0,15)), demonstrando que agir oportunista reduz o ganho ótimo social. Por fim, o comportamento oportunista mútuo gera redução de 50% nos ganhos sociais (*payoffs* (5,5)), mostrando a perda relativa para a sociedade e para ambos.

		Jogador X	
		Coopera e Confia	Age Oportunistamente
Jogador Y	Coopera e Confia	<i>Payoff</i> X = \$10 <i>Payoff</i> Y = \$10	<i>Payoff</i> X = \$15 <i>Payoff</i> Y = \$0
	Age Oportunistamente	<i>Payoff</i> X = \$0 <i>Payoff</i> Y = \$15	<i>Payoff</i> X = \$5 <i>Payoff</i> Y = \$5

Equilíbrio de Nash

**FIGURA 1 – Dilema do Prisioneiro sob a Possibilidade de Comportamento Oportunista.**

Fonte: Elaboração baseada em HILL, 1990, p. 504, *table 1 – The Prisoner’s Dilemma*.



Sendo jogado apenas uma vez, o jogo possui um equilíbrio único: ambos agem oportunistamente. Os jogadores ganham mais agindo oportunistamente, com seu adversário cooperando ou não. Esse resultado sugere altos custos de transação. Isto se reflete no artigo de Bryson *et al.* (1985) em que os autores afirmam que, para Williamson, o objetivo das partes envolvidas em uma transação não é encontrar o melhor preço para todos e sim o melhor preço disponível, mesmo que de forma oportunista e mesmo que isso signifique redução do ganho social.

Seguindo a linha de Axelrod (1984) esse resultado se reproduz num jogo repetido e finito, sem incerteza. No mundo real, no entanto, o fato de os agentes não terem certeza se voltarão a jogar um com o outro pode dar outro tipo de incentivo e isto, aliado à reputação do agente, pode gerar novos resultados. Assim, Hill (1990) afirma que, pela ótica da teoria de jogos simples, perante jogos infinitos e incerteza, existe um mecanismo de seleção que exclui comportamentos negativos, no caso, oportunistas. Dessa forma, o comportamento oportunista não vale o esforço a não ser que: o futuro não seja importante para a tomada de decisão; a construção da reputação tenha seus custos; o comportamento oportunista não seja detectado e; o retorno esperado do comportamento oportunista seja maior do que o valor presente esperado pela relação de cooperação.

Williamson (1993) admite que, com a união de alguns elementos, pode-se anular o efeito do oportunismo. No entanto, ele argumenta que isso não retira a possibilidade de qualquer indivíduo agir oportunistamente e, assim, não retira o risco envolvido em qualquer relação. Como afirma Bryson *et al.* (1985), Williamson diz que indivíduos são ou não são cooperativos baseados em um cálculo de retorno esperado e por isso eles não podem confiar uns nos outros. Com isso, eles criam arranjos que os protegem de comportamentos oportunistas e se configuram em salvaguardas.

Assim, são adotadas salvaguardas e internalizações de transações para dentro de uma hierarquia (transferência da transação do mercado para dentro de uma organização). Contratos e acordos são as formas de salvaguardas mais comuns entre organizações, extinguindo ou anulando a possibilidade do comportamento oportunista. Para as organizações, a necessidade de ser

eficiente (minimizar custos) está ligada aos custos de salvaguarda. Como afirmado anteriormente, a presença de oportunismo torna as transações e os contratos incompletos arriscados e sua negociação e redação, custosas. Num mundo sem oportunismo, o mercado seria suficiente para mediar os riscos advindos da incerteza, freqüência e especificidade dos ativos. Williamson define custos de transação como sendo aqueles gerados pela necessidade de salvaguardar estados da natureza advindos do oportunismo e da racionalidade limitada. Como ele mesmo argumenta:

Reciprocal or pre-emptive opportunism is not the only lesson to be gleaned from an awareness that human agents are not fully trustworthy. Indeed, that is a very primitive response. Transaction cost economics emphasizes two other messages instead. First, do not contract in a naive way. Second, attempt to mitigate opportunism in cost effective ways. These two are closely related. (WILLIAMSON, 1993, p.105)

Tem-se, deste modo, a base teórica que sustenta a Economia dos Custos de Transação: porque o indivíduo possui racionalidade limitada e porque ele se depara com a possibilidade do comportamento oportunista, a sociedade se organiza de forma a criar salvaguardas que auxiliam a tomada de decisão, mas que também geram custos para as transações. A natureza desses custos, bem como seu processo de formação e internalização serão analisados a seguir.

### **2.3 Refinando o Conceito de Custos de Transação**

Segundo North (1991), instituições fornecem a estrutura de incentivo de uma economia, definem o conjunto de escolhas e determinam os custos de transação e de produção e, conseqüentemente, a lucratividade e viabilidade da atividade econômica. O custo das transações é variável fundamental para a tomada de decisão, uma vez que a firma é permeada, interna e externamente, pelas trocas entre agentes econômicos, sejam eles indivíduos ou firmas. Em um mundo de especialização e divisão do trabalho em que a transação é unidade central de interação, reduzir custos de transação significa incentivar a cooperação, atenuar riscos de oportunismo e aumentar a eficiência da produção.

### 2.3.1 A Origem

Williamson em seu artigo de 1999 faz uma breve revisão da história da Economia dos Custos de Transação. Ele começa afirmando que a ECT tem como origem uma série de desafios colocados em discussão por volta da década de 1930. Estes desafios envolvem desde a análise da parte legal dos contratos feita por Karl Llewellyn em 1931, passa pela definição da transação como unidade central de análise da economia, dados os princípios de conflito, mutualidade e ordem, feita por John R. Commons em 1934, e vai até a contribuição seminal de Ronald H. Coase (1937).

Essas contribuições-chaves apenas ganham fôlego e espaço no estudo da Ciência Econômica a partir da década de 1970, quando alguns modelos de previsão construídos com base nos pressupostos neoclássicos passam a apresentar falhas. O desenvolvimento da ECT a partir de então se deu de forma rápida e em 1986 Mathews já considera a Economia das Instituições como sendo uma das áreas mais vivas da economia, baseada na proposição de que instituições importam e que os determinantes das instituições são suscetíveis de análise por meio de ferramentas da Teoria Econômica<sup>5</sup>. Destaca-se, por fim, que é em meio ao estudo da natureza da firma que os custos de transação passam a integrar com mais força a análise econômica, sendo brevemente apresentado a seguir.

#### *A Natureza da Firma*

Com uma relevante contribuição para a literatura, Coase (1937) busca uma definição de firma mais realista. Ele contesta a definição clássica da firma, afirmando que se o sistema econômico é coordenado pelo mecanismo de preços onde a sociedade é um organismo, a realização de interações (trocas) dentro de uma firma se configura como uma substituição do mecanismo de preços. Sabendo que o mecanismo de preços é o coordenador do sistema econômico e gera resultados ótimos, não há justificativa para que um outro mecanismo (como

---

<sup>5</sup> Para maiores detalhes ver WILLIAMSON (1999).

uma firma que permita interações internas) o substitua. Isto é, pela ótica da teoria clássica, não há razões para a existência de firmas na economia.

É por isso que Coase (1937) se volta ao estudo da natureza da firma, procurando explicar porque firmas existem. Segundo ele, uma firma surge porque a utilização do mecanismo de preços tem custos, que podem ser diminuídos com a organização da produção em uma firma. Um dos custos seria aquele que envolve descobrir quais são os preços relevantes e outro seria aquele de negociação e de realização de contratos diversos para cada transação de troca<sup>6</sup>. Uma outra razão que o autor aponta tem relação com a existência de incerteza, e por fim, outra questão seria o tratamento do governo ou organizações reguladoras, que lidam com transações dentro de uma firma de forma diferente das transações reguladas pelo mecanismo de preço (mercado), isto é, as transações feitas dentro de uma firma são menos taxadas. Coase (1937) dá a entender que tais custos seriam custos de transação que, como bem define Allen (2000), sendo positivos tornam-se condição necessária e suficiente para a existência da firma.

Alchian e Demsetz em 1972 revisitam o artigo de Coase (1937) e tencionam ir além dos conceitos ali apresentados. Dessa forma, eles passam a olhar como se dá a produção de bens no mercado em que há vários insumos e vários “proprietários de insumos” que almejam produzir determinado bem. Eles afirmam que a recompensa (o pagamento) sobre a propriedade dos insumos (terras, matérias-primas ou trabalho) é estabelecida de acordo com a produtividade marginal e do esforço empregado na produção. Ou seja, quanto mais produtivo determinado proprietário, mais ele deve ganhar em retorno à sua produção.

Ainda, Alchian e Demsetz (1972) apontam para um problema de mensuração de produtividade que existe tanto fora como dentro da própria firma porque não é possível calcular a contribuição individual de cada agente. Com isso, alguns agentes podem evitar o trabalho, reduzir seu esforço e agir de forma indolente ao perceberem que receberão a mesma recompensa, ou seja, o indivíduo recebe incentivos para se comportar de forma não-cooperativa. Segundo eles, esta

---

<sup>6</sup> Coase (1937) também aponta para os custos elevados da utilização de contratos de curto prazo para o fornecimento de algum artigo ou serviço, que dentro de uma firma seriam suplantados por contratos de longo prazo, menos onerosos.

situação pode ser resolvida criando-se mecanismos de monitoramento do comportamento do indivíduo. Esse monitoramento gera custos e somente será operacionalizado quando seu custo for compensador, isto é, quando for menor do que o custo de arcar com a baixa produtividade advinda de comportamento não-cooperativo. Assim, a busca pelo aumento da produtividade por meio da produção em equipe e o controle de comportamento realizado por monitores, cria a chamada firma.

Tanto Coase, em 1937, como Alchian e Demsetz, em 1972, analisam os reais motivos pelos quais a firma torna-se uma forma de organização necessária à economia. Eles focam nas razões pelas quais o mercado falha enquanto mecanismo maximizador de ganhos, e ambos os estudos encontram suas explicações nos custos de transação. A idéia é simples: na ausência de custos de transação, o mercado funciona perfeitamente, porém, sendo estes positivos, criam-se relações, interações e incertezas que levam os agentes a se organizarem de forma cooperativa em prol de ganhos maiores. A importância do artigo de Coase de 1937 reside na sua assertiva de que custos de transação positivos determinam as escolhas dos agentes. A definição de custos de transação é discutida a seguir.

### 2.3.2 A Definição

Williamson (1989) apresenta a problemática dos custos de transação. Segundo ele, a ECT considera que o problema central de uma organização econômica é reduzir custos. Como visto anteriormente, as hipóteses da análise de custos de transação dizem respeito à racionalidade limitada, que implica na existência de contratos incompletos e na idéia de que contratos não serão cumpridos intencionalmente, ou seja, o problema do oportunismo.

Williamson (2005) define a transação como unidade básica analítica da ECT e focaliza nos fatores responsáveis pela não realização de uma transação ideal da ótica tradicional. A identidade das transações pode ser descrita pela combinação de três características que se referem à especificidade dos ativos (dependência bilateral) da transação, incerteza e frequência com que essas transações ocorrem. A incerteza é definida como algo não mensurável, diferente de risco

que pode ser avaliado probabilisticamente. A característica de frequência diz respeito aos incentivos que os agentes possuem de cooperar ou não-cooperar dada a perspectiva de se encontrarem em futuro próximo ou não. Por fim, a especificidade dos ativos diz respeito a uma dependência bilateral entre os agentes, em que ambos colocam algum tipo de trabalho, esforço, capital, e estão dependentes do comportamento um do outro para que ganhos sejam ou não realizados. Desta forma, dependendo do grau em que cada uma dessas características se apresenta na transação, seu custo será maior ou menor.

Em linha com o exposto, North (1990) analisa três tipos de transação que resultam em diferentes custos de transação: troca pessoal, troca impessoal e troca impessoal com execução por uma terceira parte. Na troca pessoal, os custos de transação são baixos e os custos de produção são altos. Na troca impessoal, os custos de transação são altos e os custos de produção são baixos. Em relação à última relação, ele afirma que a terceira parte nunca será ideal, nunca será perfeita por suas limitações, principalmente informacionais.

Já em 2006, North refina esta análise atribuindo a quatro variáveis a existência e definição de custos de transação. Em primeiro lugar coloca a avaliação e mensuração dos atributos do bem (qualidade, cor, tamanho, peso, etc.) ou do desempenho dos agentes (produtividade, esforço, contribuição, etc.) como fator chave para entender o valor dos custos de transação. Enquanto um agente compra determinado produto pelas diversas qualidades que este produto possui, o agente que o vende será recompensado pelo trabalho feito, pelo esforço, etc. Dado esse desencontro de medidas, há um custo para se mensurar não apenas a quantidade, como as qualidades do bem. Além disso, custos adicionais se apresentam com a necessidade de avaliação dos direitos de propriedade, que são imperfeitos e incompletos, tornando sua transferência bastante custosa.

Uma segunda variável está relacionada com o tamanho do mercado em que se dá a transação. Se o mercado é pequeno e pessoal, custos de transação advindos de comportamento oportunista são minimizados. Redes sociais de interação como parentesco, amizade e lealdade limitam o comportamento dos indivíduos e reduzem custos de especificação e de execução de transações e contratos. Quesitos como a repetição (frequência) do jogo e reputação recebem pesos altos na decisão de como se comportar. Já se o mercado é maior, os custos de transação

aumentam com a impessoalidade que se apresenta nas redes sociais. Assim, a repetição perde espaço assim como a reputação perde importância e o indivíduo recebe incentivos para comportar-se de forma oportunista, ou seja, a estratégia passa a ser a não-cooperação. Esse quadro aumenta consideravelmente os custos de transação e, perante a maior incerteza e indefinição de comportamento, custos de especificação e execução de contratos aumentam, tornando a relação contratual incompleta e arriscada.

A terceira variável se configura na execução dos compromissos assumidos. Em um mundo permeado por contratos incompletos, oportunismo e racionalidade limitada, o simples ato de julgar torna-se justo ou injusto pela simples mudança de perspectiva. O papel de uma terceira parte é essencial para estabelecer e manter a ordem, para controlar o comportamento dos indivíduos e reduzir os custos de transação. Seu desenvolvimento e sua eficiência interferem no contexto, tornando a organização da economia mais ou menos custosa.

Por fim, North (2006) apresenta a ideologia como sendo a quarta e última variável. Ela influencia os custos de transação porque, dada a situação de informação assimétrica, racionalidade limitada e incerteza, os indivíduos utilizam e dependem de suas crenças para embasar e tomar decisões. Como são os indivíduos quem formam, estabelecem e mantêm as instituições e como são eles quem jogam o jogo conforme as regras ou não, sua ideologia é importante para determinar instituições e comportamentos que reduzam os custos de transação da sociedade em questão.

Em resumo, essas variáveis se apresentam em um mundo em que os agentes são racionais, porém limitados, em que eles se deparam com informação incompleta, incapazes de perceber a realidade como um todo. Além disso, os agentes também se deparam com a incerteza que é gerada por diversas razões e aumenta de acordo com incentivos ao comportamento oportunista, tornando as relações instáveis, uma vez que o agente não consegue identificar qual o tipo de indivíduo com quem está se relacionando: cooperativo ou não. Com isso e fazendo uma analogia com as variáveis definidas por North (2006), dados direitos de propriedade definidos de forma incompleta, a estrutura do mercado em questão, as instituições existentes que possuem o papel de estabelecer, manter e executar a lei e a ordem e dada ideologia ou cultura dos agentes, tem-se um

quadro de uma economia que possui custos de transação positivos e seu peso varia de acordo com o grau que cada variável é formada e se apresenta. Isto é, tanto para North (1990 e 2006) como para Williamson (1989 e 2005), a formação e a valoração dos custos de transação dependem de uma combinação de fatores que afetam a estrutura das interações.

Com o intuito de definir de forma mais clara os custos de transação, Furubotn e Richter (2000) utilizam a seguinte abordagem. Para os autores, custos de transação envolvem os custos de rotina para se manter um sistema econômico, além dos custos de estabelecer, manter ou mudar o quadro institucional básico de um sistema, sendo as instituições formais no sentido de lei ou no sentido de direitos. Eles apontam três tipos básicos de custos de transação: custos de transação *de mercado*; custos de transação de gerência (administrativos) e custos de transação políticos. O QUADRO 1 resume a classificação feita pelos autores.

**QUADRO 1 - Classificação dos Custos de Transação**

CUSTOS DE TRANSAÇÃO		
1. Transação de Mercado	Preparação de Contratos	Custos de Pesquisa
		Custos Informacionais
	Conclusão de Contratos	Custos de Barganha
		Custos de Decisão
Monitoramento e Execução de Obrigações Contratuais		
2. Transação de Gerenciamento	Custos de Montar, Manter ou Mudar um Desenho Organizacional	
	Custos de Execução	Custos Informacionais
		Custos associados à transferência física de bens e serviços por meio de interface
3. Transação Política	Custos de Montar, Manter ou Mudar uma Organização Política Formal ou Informal	
	Custos de Executar uma Política	

Fonte: Elaboração própria da tabela com base na tipologia apresentada por FURUBOTN e RICHTER, 2000

Para cada tipo há sempre um componente de custos fixos e um componente de custos variáveis (onde os custos dependem do número e volume de transações). Custos de transação *de mercado* são os custos de usar o mercado e podem ser classificados como: custos de preparar contratos, que englobam custos de pesquisa e informação; custos de concluir contratos, que incluem custos de barganha, negociação e tomada de decisão e; custos de monitoramento e de “fazer cumprir” obrigações contratuais.



Seguindo, custos de transação administrativos são: custos de montar, manter ou mudar um desenho organizacional e; custos de executar uma organização, que entram em duas subcategorias: custos informacionais e custos associados à transferência física de bens e serviços através de uma interface separável. Ou seja, custos que surgem e prevalecem nas relações de trabalho e nas transferências de bens e serviços dentro de uma mesma organização.

Por fim, quanto aos custos de transação políticos, tem-se que transações de mercado e de gerenciamento são supostamente executadas em um ambiente político bem definido, porém organizações e provisões de bens públicos também envolvem custos, tais custos (políticos) são tipicamente: custos de montar, manter e mudar uma organização política formal e informal e custos de executar uma política, a lei e a ordem. Aqui estão incluídos desde os custos de mudança e manutenção dos direitos de propriedade até os custos de se fazer mudanças incrementais. É nessa categoria que se encaixa a mudança institucional, sendo ela radical ou incremental.

Com esta classificação, a definição de custos de transação torna-se mais clara e a análise da Economia dos Custos de Transação pode ser feita em níveis separados. Dessa forma, custos de transação política envolvem o estudo do ambiente institucional e como ele se relaciona com a economia e seu setor produtivo, onde são analisadas desde a interação entre o setor público e a sociedade até as causas das diversas estruturas de mercado, como monopólios, oligopólios, etc., e suas conseqüências para os custos de transação. Custos de gerenciamento é o foco de estudo da economia do trabalho, que analisa como se dão a produtividade e a recompensa, ou seja, analisa como as relações entre empregados e empregadores influenciam a tomada de decisão da firma e, portanto, os resultados de mercado. Por fim e sendo foco deste estudo, estão os custos de transação *de mercado*, que avaliam como se dá a interação entre oferta e demanda da economia, analisando os fatores que influenciam negativa ou positivamente os custos de transação e, por conseguinte, a viabilidade da troca. Esses custos estão ligados essencialmente à problemática contratual que será apresentada a seguir, focando no papel dos contratos enquanto facilitador de trocas.

### 2.3.3 Papel dos Contratos Incompletos

Segundo Williamson (1985):

Complex contracts are invariably incomplete, and many are maladaptive. The reasons are two: many contingencies are unforeseen (and even unforeseeable), and the adaptations to those contingencies that have been recognized for which adjustments have been agreed to are often mistaken [...]. (WILLIAMSON, 1985, p. 178)

Williamson (2002) faz um resumo do desenvolvimento das teorias que colocam o papel dos contratos como central na economia substituindo o posto da escolha. Ele investiga organizações econômicas sob a ótica dos contratos com ênfase especial na governança das relações de contrato. Segundo o autor, a economia passou anos centrando sua pesquisa em função das escolhas dos indivíduos, focando principalmente no comportamento do consumidor e nas funções de produção da firma. Porém, olhar o mundo pelas lentes da escolha levou a economias a construções equivocadas ou mal-direcionadas.

Nesse sentido Williamson (2002) considera que o estudo da economia deve ser feito sob a ótica dos contratos, que consegue encontrar a lógica inclusive em assuntos antes negligenciados como questões de ordem pública e privada. A primeira se preocupa com as regras do jogo e enxerga a política como sendo uma estrutura complexa de troca entre indivíduos e a outra se preocupa com a forma com que o jogo é jogado, reduzindo a interação a grupos e trocas bilaterais.

Como bem definiu Furubotn e Richter (2000), os custos de transação *de mercado* são basicamente os custos envolvidos na negociação, redação, estabelecimento e execução e monitoramento de contratos. Isto acontece por alguns motivos e o principal é o fato de todo contrato ser incompleto por definição.

Segundo Dye (1985), a emergência de contratos é uma consequência endógena, inerente ao agente com comportamento maximizador devido ao ambiente tecnológico atual. Contrato é uma forma de acordo entre dois ou mais agentes que transferem entre si algum direito ou se

sujeitam a alguma obrigação. Pode-se dizer que um contrato é uma forma de promessa. As razões pelas quais os contratos são incompletos se restringem a três linhas de pensamento que serão brevemente apresentadas a seguir. A primeira linha de pensamento avalia o papel dos estados da natureza na construção dos contratos incompletos, enquanto fator que limita sua completude. A segunda avalia a má distribuição de informações entre as partes como outro fator que gera contratos incompletos, mas como fator que simplifica contratos de interação estratégica (e não necessariamente limita). Por fim, a terceira linha utiliza os pressupostos comportamentais deste estudo para explicar a natureza dos contratos incompletos e suas implicações aos custos de transação.

### *Estados da Natureza Indescrevíveis*

Hart e Moore (1988) analisam o mundo dos contratos quando eles são incompletos devido à impossibilidade de escrever e descrever todos os estados da natureza de forma que uma terceira parte (no caso, uma corte judicial) possa entender e perceber qual dos estados da natureza foi realizado na transação. Segundo os autores, a principal função de um contrato é possibilitar e viabilizar a troca (ou transação) entre duas partes que devem fazer um investimento específico ou que possuem uma relação de longo prazo, pois se cria uma situação de dependência mútua que só é resolvida contratualmente. Como há dificuldades de se antecipar e descrever todas as contingências possíveis e é muito custoso especificar de forma executável todos os estados da natureza, a probabilidade é de que as partes redijam contratos incompletos.

Segundo Hart e Moore (1999), a definição mais simples de um contrato incompleto devido a restrições de descrição e redação de estados da natureza é a que segue. Um indivíduo está disposto a comprar um determinado bem de um vendedor. O indivíduo, no entanto, quer o bem em determinado estado, que pode se realizar ou não, uma vez que o estado da natureza do bem é incerto para ele e depende das circunstâncias que envolvem a fabricação, venda e entrega desse bem. Como analisam Hart e Moore (1999), em um mundo ideal, os agentes (ou as partes) escreveriam um contrato especificando exatamente o bem a ser entregue e em que estado. No

entanto, no mundo real, o número de estados da natureza que envolve a determinação das condições do bem em questão é muito grande e um contrato que especifique todas as possibilidades de eventos é proibitivamente caro. Para resolver o problema, as partes escrevem um contrato que é incompleto.

Escrevendo de uma forma simples, Antonio resolve comprar um tijolo de Bruno. O Antonio nunca comprou um tijolo e não sabe exatamente em que estado ele espera que esteja o tijolo quando da sua compra. Assim como Antonio, Bruno sabe que o estado do tijolo a ser vendido pode ser diferente daquele que Antonio quer. Em busca de uma solução, eles redigem um contrato em forma de um simples recibo, em que Bruno se compromete a entregar o tijolo inteiro, sem estar lascado e com as dimensões pré-determinadas. Antonio aceita o contrato e a troca é realizada mediante o pagamento em dinheiro. A transação ocorre e espera-se que o resultado seja positivo, com Antonio recebendo exatamente o tijolo que ele esperava e renegociando o contrato. O que não estava escrito, por exemplo, são estados da natureza que não estavam previstos, como a coloração errada do tijolo, a resistência insuficiente dele, o atraso na entrega, entre outros. Como não é possível redigir todos os estados da natureza possível, os contratos são invariavelmente incompletos.

Ainda, Hart e Moore desenvolveram em 1988 um modelo de contrato de longo prazo incompleto em que mostram que os agentes se comportam de forma estratégica, afetando a redação do contrato original, quando há a possibilidade de se renegociar o contrato após a realização do estado da natureza. Eles encontram que, dada a dependência mútua e a promessa de renegociação, a impossibilidade de escrever todos os estados da natureza gera um resultado de *second-best*, ou seja, um contrato incompleto. Assim, mesmo que custos advindos de racionalidade limitada e de informação assimétrica sejam ignorados, os contratos são incompletos.

Anderlini e Felli em 1994 definem um contrato incompleto como sendo aquele que, em um mundo sem restrições, considera menos informações do que as disponíveis e que seriam ótimas para serem incluídas no contrato. Com isso, contratos são incompletos porque as partes não possuem tecnologia para descrever em detalhes suficientes alguns estados da natureza e,

portanto, deixam informações valiosas de fora do contrato. Isto se dá porque não é qualquer acordo que pode ser escrito em um contrato. Além disso, um contrato não pode ser infinitamente longo, assim, um acordo que possua uma descrição infinitamente longa não pode ser escrito e, conseqüentemente, não é executável.

Dessa forma, Anderlini e Felli (1994) supõem que os agentes vêem e percebem todos os estados da natureza, mas são restritos àqueles que podem escrever. Assim, os indivíduos escolhem e redigem contratos incompletos mesmo que não seja a melhor escolha para eles. Ou seja, o melhor contrato para os agentes é um que não pode ser computado, uma vez que os possíveis estados da natureza são extensos e, então, a estratégia é escolher um que mais se aproxime ao ideal, isto é, um contrato incompleto.

### ***Informação Assimétrica***

Segundo Hart e Moore (1988), a assimetria de informação pode levar tanto a uma situação em que todas as partes não possuem a informação dos estados de natureza, criando problemas contratuais, como pode acontecer de uma das partes saber mais do que outra e, dada a característica de oportunismo dos indivíduos, essa situação leva a contratos incompletos.

Assimetrias de informação geram problemas pós-contratuais e pré-contratuais. Há a questão da decisão de preço, em que uma parte sabe mais que a outra tornando o preço viesado e implicando em uma barganha que pode beneficiar a parte que possui mais informação. Problemas como a seleção adversa é um típico problema pré-contratual, em que uma parte melhor informada e mais arriscada é atraída pelo prêmio do contrato e pode trazer prejuízos às partes do contrato menos informadas. Já um problema pós-contratual se dá quando o agente, após acordar o contrato, torna-se um agente arriscado pelos incentivos e salvaguardas existentes no contrato. Milgrom e Roberts (1992) demonstram que não existem soluções para determinadas situações em que se tem informação assimétrica, porém, mostram que é possível utilizar mecanismos como a sinalização e o processo de seleção e também o monitoramento para mitigar esses problemas.

Spier (1992) apresenta um modelo de agente-principal no mercado de trabalho limitado por informação assimétrica que leva a contratos incompletos. Ela considera como custos de transação *ex ante* os custos de “esboçar” o contrato e como custos de transação *ex post* os custos de execução e monitoramento. Os resultados mostram que a existência de custos de transação e informação assimétrica leva a contratos mais incompletos do que no caso de informações simétricas. Isto se dá porque um indivíduo pode deixar de colocar uma cláusula em um contrato para evitar sinalizar seu tipo, tornando o contrato simples e incompleto.

Spier (1992) encontra ainda que numa situação de contrato *ex ante* as partes vão preferir a redação de um contrato completo (isto se não houver custos de esboço), pois sinaliza que ambas as partes são “corretas” ou cooperativas. Assim, na presença de custos advindos do esboço e redação do contrato e à medida que os custos aumentam, menos as partes estarão dispostas a contratar de forma completa e preferirão redigir contratos incompletos. Na situação de custos *ex post*, a autora define como sendo custos de execução aqueles que devem ser medidos assumindo que o contrato pode não ser levado a cabo. Ela encontra que, quanto maior o número de cláusulas em um contrato, maiores são os custos de execução e, por conseguinte, o tipo “ruim” (não-cooperativo) de principal é o que estará mais comumente envolvido com esses contratos.

Dessa forma Spier (1992) mostra que, com informação assimétrica, os agentes irão se comportar de forma estratégica e redigirão contratos intencionalmente incompletos para sinalizarem que a parte é “boa” (cooperativa), mesmo em uma situação de informação simétrica em que essa parte redigisse um contrato completo. Ou seja, em um mundo que está permeado pela informação assimétrica, tanto pelo fato dos custos de busca, retenção e processamento da informação como pelo fato da distribuição desigual dessa informação dependendo do ambiente institucional, contratos são inexoravelmente incompletos.

### ***A Racionalidade Limitada e o Oportunismo***

Quando o comportamento determina os fatores que resultam nestas falhas, o foco de estudo deve mudar para formas de relacionamento que inibam ou incentivem tais falhas. Os dois

pressupostos de comportamento discutidos anteriormente geram problemas de contratos incompletos. A racionalidade limitada do agente cria um ambiente de incerteza, uma vez que o mesmo não possui, não percebe e nem compreende toda a informação e, no entanto, se baseia nela para decidir e criar conceitos, valores, etc. Dessa forma e segundo Hart e Moore (1988), sob a égide da racionalidade limitada os agentes não são capazes de antecipar cada eventualidade e também têm problemas em chegar a uma solução comum, dadas as divergências de opiniões. Para eles essa limitação pode restringir a complexidade e os tipos de jogos de estratégia usados para redigir um contrato.

Já o oportunismo gera um ambiente de desconfiança e aumenta ainda mais a incerteza, pois o agente racionalmente limitado não consegue avistar se a outra parte agirá oportunisticamente ou não. Assim, quando os agentes são míopes em relação à realidade, abre-se caminho para a utilização de contratos incompletos.

Segundo Williamson (1985) podem existir situações em que um ou outro pressuposto de comportamento ou ambos não se façam presentes, resultando em quatro combinações com diferentes conseqüências, explicadas a seguir e ilustradas pela FIGURA 2. Numa situação em que nem oportunismo nem racionalidade limitada estão presentes, uma condição que segundo Williamson (1985) é utópica, o problema contratual é inexistente. Havendo oportunismo, mas não havendo racionalidade limitada, gera-se uma situação de contratos não arriscados, em que a racionalidade ilimitada habilita tanto a identificação de tipos de indivíduos (oportunistas ou não) como a coleta de todas as informações disponíveis, permitindo uma avaliação certa dos riscos refletida em contratos “abrangentes” ou “praticamente completos”.

		Condição de Racionalidade Limitada	
		Ausente	Presente
Condição de Oportunismo	Ausente	Ideal	Contratos com Cláusulas Gerais
	Presente	Contratos "abrangentes"	Contratos com Sérias Dificuldades

**FIGURA 2 – Esquema das Conseqüências Contratuais dadas as Combinações possíveis entre Racionalidade Limitada e Oportunismo.**

Fonte: WILLIAMSON, 1985, p. 67.

Ainda, quando não há oportunismo, mas há racionalidade limitada, pode-se resolver o problema contratual com uma cláusula geral, sem o risco de o agente agir de forma estratégica ou quebrar as regras. Por fim, havendo oportunismo e racionalidade limitada, existem sérias dificuldades contratuais, com agentes incorrendo em altos custos de transação. E é justamente com essa situação que a Economia dos Custos de Transação trabalha.

Assim, a racionalidade limitada dos agentes e a possibilidade de oportunismo trazem conseqüências para as relações de troca, aumentando os custos de transação. E, segundo Williamson (1985), existem custos de transação em contratos por que:

- a) existem contratos incompletos que advêm da racionalidade limitada, da impossibilidade de descrever todos os estados da natureza e da existência de informação assimétrica;
- b) contratos são meras promessas não auto-executáveis devido ao oportunismo. Se o indivíduo decide não-cooperar o contrato não o obriga a cooperar porque ele não é “auto-executável” e então deve haver alguma outra parte que o “force” a isso, como uma corte judicial;



- c) a corte ou ordem judicial é limitada. A terceira parte também possui racionalidade limitada e oportunismo e sobretudo possui limitações quanto à verificação do estado da natureza ocorrido;
- d) as partes tornam-se dependentes quando acertam um contrato. Se esse contrato for de longo prazo ou de investimento-específico, a situação piora e cada parte dependerá das ações da outra, tornando o contrato arriscado devido à racionalidade limitada e ao oportunismo.

Para ilustrar um dos tipos de relação existente entre contratos incompletos e custos de transação, em 1985, Dye desenvolve um modelo de equilíbrio de contratos de contingências (com cláusulas permissivas e proibitivas) quando as restrições são custosas para escrever e monitorar. Ele encontra uma relação negativa de custos de transação e complexidade de contratos, o que significa dizer que, à medida que os custos de transação de contrato aumentam, os contratos tornam-se mais simples. O contrário também se dá com contratos mais complexos dados menores custos de transação contratuais. Menard (2005) também comenta que a complexidade das transações é mais um motivo para os contratos serem incompletos: quanto mais complexa a transação mais incompleto é o contrato, por ser mais difícil de colocar no papel todas as características das transações e, por vezes, um quadro mais simples é a melhor solução.

Tem-se uma situação em que contratos são incompletos por causa dos custos de transação e, ao mesmo tempo, custos de transação existem porque contratos são incompletos. Essa interação existe porque os contratos são incompletos devido a outras razões que não apenas as que advêm dos custos de transação, como explicado anteriormente e também porque a definição de custos de transação engloba outros custos além dos que advêm de problemas contratuais.

Por fim, deve-se avaliar como o *enforcement* se encaixa nesse quadro em que os agentes são limitados racionalmente e sujeitos a comportamentos oportunistas e em que há contratos incompletos e custos de transação. Isto é feito a seguir.

### ***Enforcement***

O *enforcement* pode ser visto como incentivo para a execução de contratos. Dado que os agentes da sociedade são limitados quanto à sua racionalidade e podem ser oportunistas ou não, a idéia de monitorar comportamentos e punir irregularidades ganha importância. *Enforcement* constitui a maneira como políticas, regras, acordos são implantados e seus efeitos são monitorados de forma a incentivar o seu cumprimento ou ainda assegurar sua execução, utilizando ou não força coerciva. A estrutura de *enforcement* deve, portanto, assegurar o estabelecimento, manutenção e execução de restrições formais (regras, leis, contratos) utilizando uma estrutura de incentivos, sejam eles coercivos ou não, e sujeito a punições ou a premiações.

North (1990) afirma que o *enforcement* é tipicamente imperfeito por duas razões. A primeira é que existem custos de mensurar as diversas dimensões do contrato, como explicitado acima. E a segunda se refere aos agentes que realizam o *enforcement* que, por serem seres humanos, estão também sob a égide da racionalidade limitada e do oportunismo.

As partes envolvidas em um contrato, segundo North (1990), só cumprirão um contrato se conseguirem um acordo a um custo (de transação) que viabilize a troca, isto é, que seja vantajoso para ambas as partes. A solução é claramente tomar o caminho da cooperação de forma que os ganhos de uma transação tornem-se mútuos. O problema se dá quando a sociedade é incapaz de incentivar a cooperação nas relações e nas interações por causa de um *enforcement* custoso e ineficiente.

Algumas restrições informais de uma sociedade podem fazer a vez de *enforcement*, inculcando no indivíduo o desejo ou a obrigação de executar o contrato como acordado. Tal situação se configura em um contrato “auto-executável”. Assim, um contrato será “auto-executável” quando seu cumprimento é vantajoso a ambas as partes. Essa situação é mais comum quando as partes possuem grande conhecimento uma da outra e estão sempre negociando. Nesse caso, a relação de troca torna-se pessoal e as restrições informais ganham importância no tocante ao comportamento do indivíduo.

Por outro lado, quando a relação é impessoal, ou seja, quando a transação é caracterizada por interdependências onde o agente retira seus ganhos de uma estrutura complexa de troca e especialização, o caráter de contrato “auto-executável” se perde. A falta de informação e os custos de obtê-la podem ser de tal grau, que sempre será mais vantajoso não cumprir o contrato. North (1990) coloca como exemplo o dilema do prisioneiro em que ambos agentes sempre terão incentivos a não cooperar, mesmo com a inclusão de contratos no jogo pois ela leva à inclusão de custos que podem ser maiores do que os ganhos da cooperação. Deste modo, para que sejam viabilizadas trocas impessoais, elas devem estar acompanhadas de um *enforcement* realizado por uma terceira parte.

Ainda segundo North (1990), em um mundo com informação incompleta, faz-se necessária a criação de instituições que forneçam informações suficientes para que se saiba quando a punição é necessária. Isto é, mecanismos de monitoramento e padronização para que a terceira parte saiba identificar ações não-cooperativas e possa aplicar a punição necessária. Como a punição é um bem público em que toda a comunidade se beneficia, devem-se criar mecanismos que levem aqueles indivíduos que geram os custos a serem punidos de fato. Ou seja, o autor está dizendo que a realização do *enforcement* gera custos que aumentam os custos de transação da economia. Com isso, o *enforcement* torna-se imperfeito.

Além disso, existem os problemas advindos do fato de o *enforcement* ser efetuado por indivíduos que em tese deveriam ser neutros, sem custos e capazes de mensurar e identificar desvios de contrato. No entanto, como o agente possui racionalidade limitada e pode ser oportunista, ele pode, na realidade, deixar de ser neutro, ser incapaz de mensurar ou identificar desvios (tendo que viabilizar recursos para isso) ou ainda pode simplesmente errar.

Como conclusão, tem-se que o *enforcement* é imperfeito e é limitado. Nesse sentido, enquanto ele deveria reduzir custos de transação por incentivar o cumprimento de contratos, seja por meios coercivos ou não, ele pode, na realidade, tornar-se mais uma fonte de custos de transação a ser adicionada nos preços dos bens e serviços da economia.

Assim, percebe-se que a avaliação dos custos de transação possui muitas variáveis que se relacionam e interferem no contexto. A própria definição de custos de transação é ampla e, mesmo focando o estudo nos custos de transação *de mercado*, mantém-se o caráter de complexidade dos fatores que impactam os custos. Desses, a problemática contratual é central, com o comportamento dos indivíduos e o funcionamento do *enforcement* sendo dois pontos-chaves na análise. Há, porém, uma terceira questão a ser discutida que diz respeito ao ambiente institucional e à governança, e será introduzida a seguir.

## 2.4 Ambiente Institucional e Governança

Pelo conceito de custos de transação e o que ele pode trazer de conseqüências num quadro agregado, tem-se que o ambiente institucional enquanto mecanismo que dita as regras do jogo é fundamental para a análise da tomada de decisões de estruturas de governança e de sua adaptação ao longo do tempo. North (1990) afirma que, em todas as sociedades, as pessoas impõem restrições sobre si mesmas de forma a estabelecer uma estrutura de comportamento em suas interações com outras pessoas. Quando os recursos informacionais e computacionais são limitados, restrições informais (cultura) reduzem os custos de interação e são perpetuadas pelo processo mental dos indivíduos. Já as restrições formais são a concretização das restrições informais na forma escrita e foram evoluindo ao longo do tempo, transformando a sociedade em formas mais complexas. Ou seja, as restrições formais, advindas das restrições informais, são as responsáveis pela evolução da sociedade em formas mais complexas, impessoais e especializadas. As instituições são, portanto, a base de todas as sociedades.

Williamson (2000) caracteriza o papel das instituições em níveis. Segundo ele, há quatro níveis de análise, o primeiro, chamado de *embeddedness* ou “enraizado” trata de questões culturais e os valores de uma sociedade. Esse é o primeiro nível (N1) e o mais difícil de ser analisado e avaliado, utilizando-se o instrumental econômico. O segundo nível (N2), trata do ambiente institucional, que avalia as regras formais de uma sociedade. Tal nível tem como base os valores e a cultura de uma sociedade que vão levar a sua construção. O terceiro nível (N3) é o

da estrutura de governança, isto é, as organizações que existem para fazer cumprir as regras formais, dado o quadro institucional existente. Ainda, as estruturas que surgem na economia uma vez que regras, leis e custos geram a necessidade de haver organizações. O quarto e último nível (N4) pondera como se dão as alocações dos recursos, dados os níveis institucionais existentes. Este nível considera como estão alocados fatores de produção de bens e serviços e como se comportam os fornecedores e consumidores de acordo com a conjuntura institucional apresentada, ou seja, avalia os fatores de produção.

Hill (1990) também afirma que há a necessidade de analisar o contexto em que as transações estão “embebidas”. Em seu artigo ele tenta demonstrar que os custos de transação são superestimados na teoria porque os agentes econômicos aprendem com o tempo e porque, com a existência da mão invisível do mercado, o mercado se ajusta e exclui os agentes que fazem uso do comportamento oportunista, o que gera um equilíbrio no longo prazo que não será tão distorcido pelos custos de transação. O que Hill (1990) afirma é que, uma vez que há um contexto social, o oportunismo é reprimido e os agentes cooperativos são que acabam gerando os melhores resultados. Assim os custos de transação advindos do oportunismo perdem relevância quando medidas sociais e interações de grande frequência entram no cálculo do comportamento.

Entretanto, Williamson (1993) diz que os custos de transação estão intrinsecamente ligados ao ambiente institucional. As instituições moldam o comportamento dos agentes e são os canais que podem abrir espaço para o oportunismo ou mitigá-lo. Além disso, uma mudança no ambiente ou nas instituições muda todos os custos de transação, absolutos e relativos. Medidas sociais para atenuar oportunismo são válidas, mas segundo ele, todos os tipos de medidas usadas com esse sentido são válidas para a ECT por reduzir custos.

Para Menard (2005), a Nova Economia Institucional se baseia em um triângulo de ouro formado por: transações, contratos e direitos de propriedade. Transações explicam a existência de modos de governança alternativos assim como fornecem ferramentas para a compreensão das características desses arranjos. Contratos refletem o relaxamento de restrições do comportamento humano, bem como de suas limitações. Por fim, direitos de propriedade bem definidos e as instituições que os definem formam o pré-requisito para haver a transferência de propriedade

entre indivíduos, isto é, para que haja a transação. Assim, os direitos de propriedade afetam riscos de contrato e moldam as transações em ambientes institucionais específicos.

### ***O Papel dos Direitos de Propriedade***

Para North (1990), os direitos de propriedade são os direitos dos indivíduos de se apropriarem do seu próprio trabalho, bens e serviços que eles possuem. A apropriação ou a posse é estabelecida, mantida e mudada por regras formais e informais, formas de organização, *enforcement* e comportamento. A apropriação ou o direito de propriedade é função do ambiente institucional. Para o autor, contratos refletem a estrutura de incentivos enraizada pela estrutura de direitos de propriedade, ou seja, pelas características da estrutura legal que protege ou pune as partes (*enforcement*). Assim, o leque de oportunidades ou escolhas formatado em contratos específicos é derivado da estrutura de direitos de propriedade da sociedade e se estes não são bem definidos, há uma série de conseqüências para a economia.

Segundo a linha de pesquisa que estuda a relação dos direitos de propriedade com a economia, uma transação é uma transferência de propriedade. Quando um agente compra um bem no mercado ele faz a transferência de propriedade do seu dinheiro para o vendedor e o vendedor faz a transferência da propriedade do seu bem para o agente. Portanto, toda relação de troca, seja de bem ou serviço, envolve transferência de propriedade. Se os direitos de propriedade não são claros, eles podem inviabilizar qualquer transação, reprimindo a funcionamento da economia.

Conforme Williamson (1985), os direitos de propriedade são importantes em três sentidos: o direito de usar o ativo, o direito de apropriar-se de retornos do ativo e o direito de mudar a forma ou essência do ativo. Uma economia funciona de forma eficiente se os direitos de propriedade legalmente sancionados são respeitados e se cada agente realiza seu trabalho de acordo com as instruções. Além disso, Allen (2000) afirma que direitos de propriedade bem definidos e quantidade de riqueza são duas variáveis positivamente relacionadas. Se uma troca é

uma transferência de propriedade, não pode haver trocas sem direitos de propriedade e, se os direitos são perfeitamente definidos, os ganhos de troca são maximizados e os custos de transação minimizados.

No entanto, para Allen (2000), direitos de propriedade são os direitos dos indivíduos de utilizar recursos que não necessariamente são referendados pela lei (legalmente sancionados), pois podem ser referendados por costumes, cultura, reciprocidade e restrições voluntárias. Como existe essa dependência do ambiente institucional, o autor define direitos de propriedade como: a habilidade de exercitar livremente uma escolha sobre um produto ou um serviço.

Os indivíduos aumentam seus direitos de propriedade de três formas, segundo Allen (2000): ele pode roubar o bem em questão; o agente pode privatizar algo que era de domínio público e; o indivíduo pode cooperar com outros indivíduos de forma a dividir os ganhos da riqueza. Quando os direitos de propriedade são bem definidos não é possível haver roubos e, portanto, não há necessidade de proteger os direitos. Ele argumenta que, quando esses direitos são definidos de forma incompleta, os indivíduos estarão sempre buscando manter seus direitos de propriedade e tentando estabelecer novos direitos. Nesse sentido, custos de transação são definidos como sendo os custos de estabelecer e manter direitos de propriedade. Qualquer distribuição de direitos de propriedade possui em si um leque de custos de produção e de custos de transação. A distribuição que maximiza os ganhos de troca de todas as redes de custos é a distribuição ótima.

Não apenas o fato de os direitos de propriedade serem inexoravelmente incompletos é o que torna toda transferência custosa, mas também o fato de os direitos de propriedade serem estabelecidos por instituições<sup>7</sup>. Como o próprio Allen (2000) afirma, a análise de custos de transação vista pela ótica dos direitos de propriedade é mais ampla e envolve a análise de regras formais e informais da sociedade<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> Destaca-se que essa linha aceita a definição lançada por Coase (1937) de que os resultados de mercado nunca são o *first-best*, mas podem ser o *second-best*. Isto se dá porque não existe um mundo com direitos de propriedade perfeitamente definidos, o que torna toda maximização a *second-best*.

<sup>8</sup> Allen (2000) apresenta ainda a ótica da Teoria Neoclássica dos custos de transação. Segundo ele, a definição de custos de transação é vista como sendo os custos resultantes da transferência de direitos de propriedade.

Assim, seu estudo envolve não apenas a busca pela redução de custos de transação e a avaliação de contratos incompletos e interações privadas. A análise também está relacionada com a formação, o estabelecimento do ambiente institucional e sua relação com a economia. A história, a cultura e a trajetória de desenvolvimento social de uma economia é o que dita as normas formais e as regras da sociedade. Como os direitos de propriedade podem ser estabelecidos tanto formalmente como informalmente, sua análise é inseparável e seu formato pode ser fator determinante para estrutura da economia, isto é, para o estabelecimento das estruturas organizacionais, dos modos de governança e, é claro, dos custos de transação.

### ***Governança***

As limitações e restrições advindas do ambiente institucional definem os incentivos e as oportunidades da economia e, assim, os tipos de organizações e os modos de governança que serão criados. North (1990) distingue organizações de instituições, em que define organizações sendo grupos de indivíduos ligados uns aos outros reunidos por algum motivo comum a todos<sup>9</sup>. Já modos de governança são estruturas sociais que conectam pessoas por relações de troca, seja via contratos ou compromissos. Ao se colocar as transações como unidade de análise principal, define-se os modos de governança como o elemento que estrutura e regula tais relações de troca. Williamson (2002) afirma que os modos de governança possuem papel especial na economia porque elas impõem a *ordem*, evitam *conflitos* e executam a *mutualidade*.

Segundo Menard (2005), para haver a especialização na economia, os agentes têm que ser capazes de transferir os direitos de propriedade dos bens e serviços que eles produzem, isto é, eles têm que interagir em modos de governança. Para isso acontecer, deve-se destacar dois

---

Segundo o autor, a definição neoclássica se restringe aos custos de transação que se dão apenas em trocas processadas no mercado, sendo que as transações existentes dentro das organizações não se configuram como transferências de propriedade e, portanto, os custos advindos dessas trocas, não são analisados como custos de transação.

<sup>9</sup> Ainda, North (1990) exemplifica: no âmbito político organizações são partidos, o senado, um conselho municipal, uma agência regulatória etc.; no âmbito econômico são firmas, uniões de comércio, fazendas, cooperativas; no âmbito social, as igrejas, clubes, associações atléticas e; por fim, organizações educacionais seriam escolas, universidades, etc.



pontos: existem várias formas de se realizar uma transação e escolher a forma mais adequada é uma questão crucial; todas as formas de organização são custosas, e suas vantagens só podem ser vistas quando comparadas. Até certo ponto, é a escolha do modo de governança que define o tipo de relação, transação e custos de transação que serão realizados.

Mas, o formato do modo de governança é ditado pelas características das transações a serem realizadas, ou seja, dependendo da combinação, a organização irá escolher transacionar internamente (dentro de uma firma) ou externamente (dentro do mercado) ou de forma híbrida. Segundo Williamson (1985), essa escolha é baseada na busca pela minimização dos custos em que há três modos de governança centrais: mercado, hierárquico (firma), e contratual (híbridos).

A escolha do tipo de transação será feita na medida em que a firma consegue perceber os incentivos e os custos de transação de cada estrutura. Esses custos podem ser altos devido aos riscos de perdas em consequência de contratos incompletos. Deste modo, há a necessidade de se reduzir tais riscos. Um dos mecanismos utilizados como “incentivo” ao cumprimento dos contratos (atenuando o comportamento oportunista) é a salvaguarda. Quando há a construção do contrato, as partes aceitam colocar algumas cláusulas de suporte como formas de incentivo ou punição. Uma das formas de punição é o colateral que serve como uma garantia de que o contrato será cumprido, reduzindo os riscos de perdas. Quando os custos de transação no mercado são muito grandes, a firma pode ainda optar por internalizar a transação de forma a mitigar o risco. Este seria um segundo tipo de salvaguarda. Tem-se assim um leque de escolhas que vão ditar a estrutura de governança da firma bem como o número de transações que ela realiza.

Assim, os modos de governança são ditados com base no ambiente institucional vigente que gera, em última instância, tanto as relações de troca como seus os custos de transação, uma vez que é no ambiente institucional que se encontram os direitos de propriedade, suas definições e as regras e normas da economia. Com isso, deve-se levar em consideração o ambiente institucional, os direitos de propriedade e os modos de governança para avaliar os custos de transação inseridos em um mercado, pois são estas variáveis que dão base à sua formação.

Entretanto, o modo de governança dependerá também da capacidade de adaptação da firma a mudanças institucionais. Para Williamson (2005), a adaptação das estruturas de governança é fundamental para as organizações. A necessidade de adaptação vem da idéia de que as regras mudam e o ambiente institucional sofre mudanças (que não são contínuas) e, como consequência, é importante adaptar as transações às novas regras. A adaptação às mudanças institucionais pode ser vista como um mecanismo de sobrevivência das firmas, que devem se reorganizar continuamente, alinhando as transações externas e internas de forma a permitir a flexibilidade e buscando sempre a redução dos custos de transação. A natureza das mudanças institucionais é analisada a seguir.

## **2.5 Mudança institucional**

Douglass North (1991) utiliza a abordagem da Nova Economia Institucional para explicar as diferenças de desempenho econômico e evolução das diversas sociedades e nações do mundo. Utilizando exemplos simples da história econômica ele analisa as diferenças e avalia a eficiência das instituições nos diversos tipos de economia. Para tanto, ele utiliza os conceitos de instituições, mudanças institucionais e *path dependence* (trajetória dependente), exposto a seguir.

Segundo North (1999), a mudança econômica é um resultado de mudanças na quantidade e qualidade dos seres humanos, no estoque do conhecimento humano e na matriz institucional que define a estrutura da sociedade. É dessa forma que não se podem analisar mudanças e o desenvolvimento econômico ignorando as instituições. Isto porque os indivíduos estabelecem instituições com o intuito de ordenar e controlar as interações sociais, reduzindo as incertezas. A redução da incerteza se dá por meio de uma série de prescrições e proscricções, produzindo restrições complexas, enraizadas na linguagem, nos bens e serviços e nas crenças. As mudanças institucionais moldam o caminho da evolução da sociedade à medida que mudam a forma com são estabelecidas, realizadas e mantidas as interações sociais entre os seres humanos.

North (1999) acredita que, com o desenvolvimento da ciência e da tecnologia, o controle sobre as interações sociais ganhou importância e as instituições passaram a ser cada vez mais relevantes. Para ele, o ser humano vem adquirindo cada vez mais controle sobre os meios físicos, redirecionando as preocupações para os aspectos envolvendo o “ambiente humano”. Além disso, mesmo que as instituições sejam estruturas estáveis que regulam as interações humanas, elas estão sempre mudando. A estabilidade delas é parcial e sua evolução é constante e, toda vez que se mudam convenções, códigos de conduta, leis, etc., mudam-se as escolhas disponíveis e, por conseguinte, muda-se o leque de possibilidades do comportamento humano.

Ao analisar a natureza das mudanças institucionais, North (2006) faz algumas considerações. A primeira é a de que o agente da mudança é o indivíduo que se coloca como empresário ou político, aquele que decide, toma as decisões e determina o rumo de suas organizações. A segunda diz respeito às fontes da mudança institucional que se traduzem nas oportunidades percebidas pelos agentes, que podem tanto advir de fatores externos ao ambiente (sendo o principal deles a mudança de preços relativos) como da aquisição de conhecimento (ou esclarecimento), ou ainda, pode vir de uma combinação de ambos.

Nesse sentido, North (1990) destaca a importância do conhecimento enquanto fator determinante para a mudança institucional. Ele afirma que o tipo de conhecimento, habilidade e aprendizado do agente reflete os incentivos enraizados no ambiente institucional. Isto é, o conhecimento é resultado do ambiente institucional. Além disso, a forma como esse conhecimento é desenvolvido molda as percepções de mundo e, por sua vez, as percepções do mundo moldam a trajetória de desenvolvimento do conhecimento. Com isso tem-se uma relação em que o conhecimento influencia as percepções de mundo das pessoas (a forma como elas raciocinam, explicam e justificam o mundo). Como são as pessoas quem estabelecem, mantêm e mudam as instituições, esse conhecimento torna-se fundamental na análise de mudança. Destarte, o conhecimento influencia os custos de transação uma vez que as percepções do mundo ditam o comportamento do ser humano.

North (1990) aponta ainda para o papel do empreendedor, administrador, ou gerente (ou seja, a pessoa que está a frente de uma organização). O conhecimento que cada empreendedor

possui está ligado à necessidade de sua função enquanto agente ativo na sociedade, pois o conhecimento é uma consequência de um contexto institucional particular. Os incentivos apresentados no ambiente institucional possuem um papel decisivo na formatação dos tipos de habilidades e conhecimento para serem vantajosos. Portanto, o ambiente institucional molda a direção da aquisição de conhecimento uma vez que é o ambiente que determina os incentivos e *payoffs* do contexto. Esses *payoffs* são percebidos pelos empreendedores, empresários, políticos ou agentes ativos da sociedade como sendo os custos de transação e produção da economia.

Um bom empreendedor é aquele que sabe aproveitar as oportunidades e os *payoffs*, maximizando os ganhos que são ditados pelo ambiente institucional. O empreendedor toma decisões dentro um leque de restrições. A decisão pode ser de maximizar os ganhos dentro de um ambiente institucional existente ou pode ser de mudar esse ambiente institucional com o objetivo de aumentar os ganhos. Organizações (com os agentes à frente delas) optam por utilizar barganha, política e sua influência na sociedade para alcançar a mudança institucional quando os *payoffs* de mudança são maiores do que os de manutenção das restrições existentes. Ou seja, os custos de transação e produção são medidos e comparados, de forma a balancear os custos de se promover a mudança e os custos de permanecer igual. Em ambas a situações o empresário, o político, o empreendedor ou o agente ativo na sociedade são os agentes que determinarão a mudança ou a manutenção da estrutura institucional existente. Assim, North (2006) afirma que mudanças institucionais deliberadas são consequências de solicitações advindas desses agentes, que percebem os custos de transação e produção da economia e os utilizam enquanto ferramenta de mudança da estrutura institucional. A mudança institucional ocorre continuamente e a velocidade da mudança depende do grau de competição existente entre organizações e seus empreendedores, que são os agentes da mudança.

Já as fontes da mudança, segundo North (1990) podem ser duas: a mudança de preços relativos e a mudança de preferências. A mudança de preços relativos altera toda a estrutura de incentivos da interação humana. Essas mudanças de preços relativos podem ser exógenas ao ambiente (como mudanças climáticas ou qualquer variável exógena ao quadro analisado), mas como afirma North, a maioria das mudanças é endógena, refletindo os esforços de maximização dos ganhos por parte de agentes à frente de organizações que induzem deliberadamente a

mudança institucional. O próprio processo de aquisição de conhecimento por si só já altera custos percebidos de medidas, *enforcement* e de benefícios, e influencia na confecção de novas barganhas e contratos. Em relação a preferências, North (1990) avalia que há alguma relação entre mudanças de preços relativos e mudanças de preferências, porém, não está claro como se dá o processo. Apenas sabe-se que as preferências refletidas nas convicções, idéias, dogmas e ideologias mudam, sendo resultado ou não da mudança de preços relativos. E, ao mudarem, tornam-se importante fonte de mudança institucional.

O processo começa, portanto, pela fonte da mudança. Quando os preços relativos são alterados, a percepção de custos e benefícios ( *payoffs* ) também se altera e os agentes passam a avaliar e mensurar os novos incentivos. Comparam-se os custos de manter e de mudar a restrição e, se houver a possibilidade de maiores ganhos com a mudança, haverá a tentativa de devotar recursos e estruturar um sistema de barganha com o intuito de realizar a mudança. A restrição pode então ser mantida ou descartada de acordo com os *payoffs*. Sendo mantida, ela é reforçada. Sendo mudada, ela passa por uma erosão de forma gradual até ser substituída por outra restrição ou simplesmente apagada. Esse processo se dá tanto para restrições formais como informais. O grau de velocidade de mudança, entretanto, é diferente. Como existem grandes benefícios de se influenciar a regras, torna-se vantajosa a criação de organizações intermediárias para mediar e potencializar os ganhos.

Dentre os níveis de mudança, o arcabouço institucional do nível 1 da classificação de Williamson, isto é, o nível que compreende a cultura e os valores da sociedade é o nível mais difícil de ser alterado. O fato de a cultura e de os valores estarem no subconsciente dos indivíduos e igualmente no seu comportamento faz com que mudanças sejam muito graduais e acontecem à medida que modos alternativos vão sendo construídos e aceitos. Porém, este processo de mudança pode estender-se por muitas gerações. Isto porque a mente humana constrói e estabelece de forma gradual padrões que se tornam cada vez mais complexos e são utilizados para interpretar o mundo.

Para North (1999), são as crenças que conectam a realidade com as instituições. Os humanos tentam usar suas percepções de mundo para estruturar as interações humanas,

resultando em uma matriz institucional que combina regras formais, restrições informais e características de *enforcement*. O grau com que as regras e restrições são executadas, ou seja, o grau de *enforcement* determina quão eficientes são essas regras e restrições para formatar ações e comportamentos.

As instituições possuem uma estrutura estável principalmente porque parte delas está enraizada nas restrições informais da sociedade. Deste modo, a mudança institucional torna-se tipicamente marginal à complexa estrutura institucional formada por regras, normas, leis e *enforcement*. A estabilidade é uma necessidade quando se trata de instituições porque são elas que possibilitam e viabilizam as interações, relações e transações entre indivíduos, ao reduzirem a incerteza. O papel de estabilidade torna-se fundamental à realização de ações ao longo do tempo e espaço. Para North (1990) a estabilidade é alcançada porque a estrutura institucional é formada de restrições informais que são extensões, elaborações e qualificações de regras que sobrevivem ao longo do tempo e passam a fazer parte do comportamento regular individual. Além disso, elas também são formadas por uma estrutura complexa de restrições formais que são ordenadas em uma hierarquia onde cada nível é mais custoso de ser alterado do que o anterior.

Conforme afirma North (2006), o processo de mudança é gradativo, uma vez que a complexidade, complementaridade e externalidades existentes no ambiente institucional condicionam o indivíduo tanto a enxergar de forma distorcida os incentivos como a não perceber que os custos e benefícios estão desvirtuados. Isto faz com que tome decisões coerentes com o arcabouço existente. O autor ainda afirma que, *ceteris paribus*, quanto maior o número de mudanças maior será o número de perdedores. Isto faz com que mudanças não sejam viabilizadas em qualquer setor. Elas serão feitas naqueles setores mais flexíveis em que pode ser usado o poder de barganha. Assim, o mais provável é que as mudanças institucionais sejam incrementais e gradativas. De tal forma que mudanças passam a ser um agregado de pequenas alterações que se transformam, ao longo do tempo, em grandes mudanças.

### ***Trajectoria dependente***

Outro ponto muito discutido por North (1999) diz respeito à direção da mudança que, segundo ele, deriva do curso adotado. As restrições institucionais se acumulam ao longo do tempo e a cultura de uma sociedade nada mais é do que uma estrutura social resultante de uma combinação de regras, normas e convicções que são herdadas do passado, dão forma ao presente e influenciam o futuro.

Nesse sentido, North (2006) afirma que as instituições possuem uma trajetória dependente, isto é, o que elas são hoje dependem do que elas foram ontem e o que elas serão amanhã dependerá do que elas são hoje. Ele condiciona o desenvolvimento do ambiente institucional a escolhas passadas que restringem o raio de ação e que até certo ponto ditam o futuro, uma vez que os agentes determinantes de uma matriz institucional buscam sempre perpetuá-la (de forma a reterem ganhos). Destarte, instituições e convicções do passado restringem a habilidade de mudar o presente e o futuro. As trajetórias podem ser desviadas ou revertidas se fatores externos, como uma mudança nos preços relativos, forem fortes o suficiente para enfraquecer as instituições e organizações internas ao ambiente. Com isso, podem surgir novas organizações com diferentes aptidões.

North (1990) aponta alguns fatores que enrijecem a trajetória institucional: existem grandes custos na criação de novas instituições; os efeitos de aprendizado incentivam a manutenção das organizações existentes, que evoluem de forma a terem vantagens sobre as oportunidades apresentadas; os efeitos de coordenação, isto é, contratos, acordos e investimentos, trazem cooperação para ações comuns e conectam o presente ao futuro e; as regras formais se estendem a aplicações específicas em que as expectativas adaptativas prevalecem por causa de contratos embasados em instituições específicas que reduzem incertezas.

De todo modo, pode-se estabelecer um fluxo circular: as percepções dos indivíduos acerca da realidade levam à construção de um leque de convicções e ideologias para explicar o que é a realidade e como os indivíduos devem se comportar. Isto leva à criação de uma matriz institucional que, por sua vez, “dá forma ao mundo”. E à medida que as convicções sobre a realidade mudam, os indivíduos viabilizam políticas que modificam incrementalmente a matriz

institucional. Mudanças institucionais são restritas à trajetória dependente, ou seja, as instituições limitam as escolhas, mas à medida que as escolhas que viabilizam tais políticas são feitas, elas mudam a realidade. Por sua vez ao mudar a realidade, os indivíduos também mudam seu sistema de convívios. Portanto há um fluxo circular nas mudanças, que segundo North (1999), vêm acontecendo desde que os seres humanos decidiram moldar seus destinos.

O *path dependence* significa, em última instância, que as instituições devem sua existência ao quadro institucional que as precederam. Como afirma North (1990), a história importa. Deste modo, a mudança institucional depende do quadro básico institucional e sua conseqüente estrutura organizacional e depende também do *path dependence*. A mudança econômica de longo prazo torna-se o resultado cumulativo de pequenas decisões tomadas no curto prazo pelos agentes à frente de organizações de forma que, diretamente ou indiretamente, seja moldado o desempenho econômico.

North (2006) ainda aponta que mudanças institucionais revolucionárias acontecem quando há ausência de organizações que possam mediar conflitos. Essas revoluções, no entanto, nunca são tão revolucionárias em sua realização como o são em sua idealização. Isto porque enquanto regras formais são modificadas, as informais não o são. E, na luta entre essa incompatibilidade, um novo equilíbrio é alcançado, dessa vez mais brando. Além disso, a mudança institucional radical pode aumentar drasticamente os custos de transação da sociedade devido à incerteza entre as interações humanas e entre as novas instituições, criando a necessidade de novas reformas e mudanças para retificar problemas e compatibilizar as estruturas. Este movimento, por sua vez, reduz os custos de transação e também atenua o grau da mudança ocorrida.

North (2006) conclui sintetizando cinco características da mudança institucional: a) as relações e as competições entre instituições e organizações são quem proporcionam a mudança institucional; b) a competição incentiva o investimento em conhecimento e habilidades para a sobrevivência de organizações; c) o ambiente institucional condiciona os agentes, é ele que direciona a busca pelos conhecimentos e habilidades, mas são os agentes que realizam a mudança; d) as percepções dos agentes são determinadas pela racionalidade limitada e pela falta



de informação e; e) como as economias são complexas, complementares e possuem externalidades, as mudanças institucionais são gradativas e dependentes da trajetória adotada.

Portanto, custos de transação mudam ao longo do tempo junto com as mudanças institucionais e cabe aos atores dessas mudanças e aos agentes passivos a elas o papel de se reorganizarem e se adaptarem à nova conjuntura institucional. Essa visão é de grande valia, uma vez a análise econômica não pode se basear apenas em uma representação estática da realidade. Admitir que há mudanças em regras e leis e que elas afetam os resultados econômicos do mercado é, em resumo, incluir as instituições como elemento de análise sujeito às ferramentas da Teoria Econômica. Com base nessas afirmações, o capítulo a seguir se preocupa em caracterizar o mercado de crédito, foco deste estudo, sob a ótica da Economia dos Custos de Transação, construindo um referencial teórico para a posterior apreciação dos custos de transação de *mercado* existentes no mercado de crédito brasileiro.

### 3 O MERCADO DE CRÉDITO

São duas as vertentes de pensamento quanto ao papel das finanças no desempenho das economias. Enquanto alguns autores acreditam que a expansão e o desenvolvimento financeiro seguem o crescimento e desenvolvimento econômico, a outra vertente afirma o contrário, que as finanças induzem o crescimento econômico dos países sendo, portanto, um dos determinantes para entender os vários níveis de desenvolvimento existentes entre as nações.

King e Levine apresentam um artigo em 1993 que investiga de forma empírica as relações entre desenvolvimento financeiro e desempenho econômico. Em uma análise econométrica do tipo *cross-country*, eles analisam como se dá a relação de quatro variáveis que quantificam o desenvolvimento financeiro de quase 80 países, com quatro variáveis que mensuram o crescimento econômico. Eles encontram que altos níveis de desenvolvimento financeiro estão associados a taxas mais rápidas de crescimento econômico, de acumulação de capital e aumento de eficiência econômica. Em relação a taxas futuras, eles encontram que o desenvolvimento financeiro é bom indicador para prever o crescimento de longo prazo bem como taxas futuras de acumulação de capital e eficiência econômica.

O resultado mais importante desse estudo é a forte correlação entre finanças e o crescimento de longo prazo. E não apenas isso, King e Levine (1993) também acham que o desenvolvimento financeiro consegue prever a acumulação de capital e o aumento de eficiência econômica. Isso significa dizer que o desenvolvimento financeiro é um fator que pode guiar ou, nas palavras dos autores, liderar o crescimento econômico. Eles demonstram que sua teoria tem forte embasamento empírico e afirmam que o desenvolvimento financeiro estimula o crescimento econômico ao aumentar a acumulação de capital e a eficiência econômica. Enquanto Freixas e Rochet (1997) afirmam que as instituições financeiras possuem papel fundamental na economia por alocarem capital, dividirem risco e promoverem o crescimento econômico, eles também afirmam que o impacto de instituições financeiras no desenvolvimento econômico ainda está longe de ser estabelecido, o que apenas fortalece a importância da pesquisa nessa área.

O crédito é outra questão bastante discutida na literatura econômica, principalmente o meio pelo qual é viabilizado, se antes ou após a poupança. Seu papel relevante na economia, no entanto, é inegável. O crédito viabiliza o crescimento econômico antecipando o consumo e o investimento, elevando o patamar de oferta e demanda da economia. Assim, crédito pode ser visto como um importante determinante para o nível de desempenho econômico de uma nação. Appreciar e compreender os fatores e as questões que interferem nas forças de oferta e demanda de crédito tornam-se ações relevantes no estudo das diversas economias.

Sabe-se que a realidade está permeada de imperfeições, como a informação incompleta e assimétrica, a racionalidade limitada e o oportunismo. O mercado de crédito, enquanto modo de governança, está inserido nesta realidade, que o torna sujeito às mesmas imperfeições. Um estudo do mercado de crédito sob a ótica da Economia dos Custos de Transação se faz presente com o objetivo de analisar aspectos institucionais e transacionais que determinam, incentivando ou inibindo, o aumento do volume de crédito em uma economia.

### **3.1 O Produto**

Em primeiro lugar, é relevante caracterizar os aspectos do mercado de crédito que o fazem tão relevantes à economia. A correta caracterização e entendimento de um mercado passam por alguns pontos obrigatórios como a definição do produto, a análise dos aspectos que formatam a oferta e a demanda, seu preço, entre outros. Desta forma, este estudo começa pela definição do produto e de suas características.

O produto do mercado é o crédito, que se configura em uma transferência de propriedade temporária de moeda. A moeda possui três funções essenciais na economia: meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor. A função meio de pagamento diz respeito ao uso da moeda para pagar bens e serviços. Segundo Mishkin (2000), a função de meio de pagamento da moeda reduz os custos de transação advindos do escambo, aumentando a eficiência da troca. Ele também

afirma que, para a moeda possuir esta função, ela deve ser padronizada, amplamente aceita, divisível, fácil de carregar e não pode se deteriorar rapidamente. Ao ser meio de pagamento e possuir tais propriedades, a moeda passa a ser, nas palavras de Mishkin (2000): “[...] um lubrificante que permite que a economia funcione de maneira mais uniforme diminuindo os custos de transação e, por conseguinte, incentivando a especialização e a divisão do trabalho.” (MISHKIN, 2000, p. 32).

A segunda função que Mishkin (2000) aponta é a de unidade de conta, em que a moeda é usada para medir valor. Ele afirma que as pessoas medem o valor de bens e serviços em termos de moeda, o que acaba por diminuir os custos de transação ao reduzir o valor relativo dos bens e serviços a uma unidade de conta. Por fim, Mishkin (2000, p. 33) descreve a importância da função da moeda enquanto reserva de valor: “A moeda [...] é um repositório de poder de compra sobre o tempo.” (MISHKIN, 2000, p.33). Ou seja, a partir do momento que o consumo passa a não ser imediato, a moeda guarda em si o valor do consumo futuro e é preferida, muitas vezes, a outros ativos, por sua alta liquidez (facilidade e rapidez com que é convertida em meio de pagamento) e seu baixo custo de transação (dada esta liquidez).

Deste modo, pode-se definir crédito como sendo a troca do produto moeda pela promessa de retorno do mesmo produto moeda, porém, acrescido pelo seu preço (também em moeda) e que será transacionado ao longo do tempo<sup>10</sup>. O crédito, portanto, é composto pelo insumo moeda que

---

<sup>10</sup> Marx (2005) analisa a especificidade de mercado de crédito (o ato de emprestar o capital a juros) enquanto uma operação em que se empresta moeda a um agente e este, por sua vez, o transforma em capital, investindo-o e recebendo lucros como retorno: “Em verdade, é outro (*agente*) que o transforma (*o dinheiro*) em capital, essa é todavia uma operação que se dá além daquela que se processa entre quem empresta e quem toma emprestado. Nela se apaga a mediação, não é nem visível nem contida imediatamente. No lugar da efetiva transformação de dinheiro em capital desponta apenas sua forma sem conteúdo (*o mercado de crédito*). Como no caso da capacidade de trabalho, o valor de uso do dinheiro se transforma no valor da capacidade de criar valor de troca, valor de troca maior do que o *possuído (tornando-se atividade lucrativa:  $D \rightarrow M \rightarrow D'$  em que  $D' > D$ )*. É emprestado como valor que se valoriza a si mesmo, mercadoria, mas uma mercadoria que se distingue da propriedade como tal precisamente por essa propriedade, possuindo, portanto, também uma forma particular de alienação.[...] Aqui o retorno não se exprime, tão pouco, como consequência e resultado de uma série de processos econômicos, mas em virtude de uma transação jurídica especial entre comprador e vendedor, em virtude de o capital ser emprestado em lugar de ser vendido, isto é, alienado apenas temporariamente (*destacam-se aqui duas relações: o mercado de crédito sendo apenas uma transação e não um processo produtivo, e o fato desta transação não envolver trocas, e sim, empréstimos – transferências temporárias de propriedade, inerentemente relacionados ao tempo*). O que de fato é vendido é seu valor de uso, que neste caso consiste em impor valor de troca, produzir lucro, produzir maior valor possuído por ele próprio. Como dinheiro, não se modifica pelo uso. Mas como dinheiro é gasto e como dinheiro reflui.”. (MARX, 2005, p.193 – comentários da autora em negrito).

é também seu produto final. Além disso, o produto é também seu próprio meio de pagamento. Ou seja, seu preço é também moeda que se traduz em um valor denominado juros<sup>11</sup>. Juros é o preço a ser pago em troca do produto. Usualmente, utiliza-se a noção de taxa de juros para informar o preço, e ela é definida como a quantidade de juros por unidade de moeda a ser trocada, informada em percentual. Destaca-se que essa relação do crédito com seu preço só é possível dada a função meio de pagamento da moeda.

Outro ponto a ser salientado diz respeito ao tempo. Segundo Dal Zot (2006) o crédito deve sempre estar associado ao tempo, uma vez que não existe empréstimo se não houver um espaço de tempo ao final do qual o tomador devolve a quantia emprestada. Para ele, “[...] o crédito é uma relação econômica associada ao tempo e ao juro.” (DAL ZOT, 2006, p.20). Dessa forma, o produto crédito é essencialmente relacionado a mais de um período de tempo: a transação é realizada de forma intertemporal. Isto significa dizer que, haja vista a incerteza inerente à realidade, de uma forma ou de outra, toda transação realizada terá algum um risco uma vez que ela dependerá da confiança. Destaca-se também que essa relação do crédito com o tempo só é possível dada a função reserva de valor da moeda.

Nesse sentido, crédito não é uma simples transação de compra e venda e sim uma relação de empréstimo e retorno, baseada na confiança. Securato (2007) define crédito como sendo a relação de confiança entre partes em determinada operação. Ele ainda afirma que numa simples operação de troca, isto é, compra e venda de um produto, o conceito de crédito se faz presente porque há confiança por parte do comprador na qualidade do produto e confiança por parte do vendedor no dinheiro utilizado para pagar a mercadoria. No caso do empréstimo bancário, a

---

<sup>11</sup> Marx (2005) define juros como: “O juro, diferenciado do lucro, representa o valor da mera propriedade do capital, isto é, transforma a propriedade de dinheiro em si [soma de valor, mercadoria seja ela qual for] em propriedade do capital e, portanto, mercadoria do dinheiro para si, em valor que se valoriza a si mesmo.” (MARX, 2005, 194). O fato de se diferenciar juros de lucros traz à tona a noção da criação de valor em que Marx afirma: “O juro e não o lucro, aparece, pois, como criação de valor do capital, brotando do capital, portanto, de sua mera propriedade. [...] Essa figura se cria necessariamente porque a propriedade jurídica do capital se separa de sua propriedade econômica, porque a apropriação de uma parte do lucro sob o nome “juro” aflui para um capital em si ou proprietário do capital, inteiramente separados do processo produtivo. [...] essa forma é naturalmente um achado, uma forma na qual a fonte do lucro não é mais reconhecível, e o resultado do processo capitalista – isolado do processo – se reveste de um modo de existência autônomo. Em D – M – D’ a mediação ainda está contida. Em D – D’ temos a forma do capital desprovida de conceito, a inversão e coisificação das relações de produção em sua mais alta potência.”. (MARX, 2005, p. 196)

compra e venda, ou seja, a transferência de propriedade (alienação) é temporária, pois será revertida caso os agentes ajam conforme o acordado, o que aumenta a relevância do “fator” confiança no processo.

Assim, o mercado de crédito possui características especiais tanto de produto (moeda) como de relação de troca (confiança). A análise, no entanto, não está completa sem a correta identificação dos agentes econômicos que participam do mercado bem como de seu comportamento.

### **3.2 Os Agentes Econômicos**

Em sua forma mais simples, o mercado de crédito é realizado diretamente entre oferta e demanda. A oferta, nesse caso, se configura no proprietário do capital que escolhe não consumir imediatamente, mediante um prêmio a ser recebido em troca desta sua renúncia ao consumo, o qual será pago pelo demandante. A demanda, por outro lado, se configura no agente que antecipa seu consumo futuro por meio da utilização do capital do primeiro, o qual será devolvido acrescido de juros a serem pagos ao longo do tempo.

Em sua forma mais complexa, são três os agentes econômicos que participam do mercado de crédito: o depositante, o intermediário financeiro (o banco) e o tomador de empréstimo. O depositante é o proprietário do capital que, ao invés de emprestar seu capital diretamente ao demandante, o entrega a outro agente chamado de depositário, que o guardará temporariamente até que o depositante peça sua restituição. O depositário, mediante autorização do depositante, utilizará esse capital para emprestar a um terceiro agente, que possui interesse em antecipar seu consumo. O depositário, neste caso, é a instituição financeira que faz as vezes da intermediação. Para que a instituição forneça o empréstimo, ela precisa do depósito e como tal ela paga um prêmio (juros de depósito) ao depositante que autorizar a utilização de seu capital.

Por outro lado, para que a instituição conceda o empréstimo, o demandante (ou tomador) paga também um prêmio à instituição na forma de juros, antecipando seu consumo futuro. Nesse sentido, a instituição financeira passa a ser o depositário bem como o fornecedor do empréstimo, o papel do proprietário do capital torna-se indireto e a relação principal do mercado de crédito se dá entre a instituição e o tomador. A instituição financeira sendo reconhecida como o agente credor e o tomador de empréstimo como o agente devedor<sup>12</sup>.

### 3.2.1 Os Pressupostos de Comportamento

Isto posto, passa-se a analisar quais as limitações do mercado de crédito dada a existência de racionalidade limitada e a possibilidade de oportunismo. Utilizando como base o processo de Elster (1990) para a escolha racional – a definição da ação racional como sendo um resultado da relação ótima entre desejos, convicções e evidências - podem-se inferir alguns pontos importantes em relação ao comportamento dos agentes.

Um primeiro ponto nesta análise é a impossibilidade de os agentes conseguirem obter todas as evidências disponíveis e possíveis. Assim, a informação é incompleta, isto é, não há como saber ou prever todos os eventos e estados da natureza. E também a informação é assimétrica: o credor sabe mais sobre suas operações do que o devedor que, por sua vez, sabe mais sobre seus propósitos do que o credor. Tal fato ocorre porque os desejos bem como as convicções do agente (credor ou devedor) influenciam as evidências. Já as evidências influenciam as convicções e o agente (credor ou devedor), por possuir determinada base informacional, agirá de uma forma ou de outra.

---

<sup>12</sup> Com a evolução das instituições financeiras bem como do sistema econômico como um todo, a relação entre depositante e depositário torna-se um capítulo a parte e é fonte de vários estudos, dentre eles os que dizem respeito à razão de existência do intermediário financeiro enquanto redutor de custos advindos do processamento de informações, analisados por Rommel (2008) ou mencionado por Freixas e Rochet (1997).

Por exemplo, no caso do tomador de empréstimos, ele tomará o empréstimo de acordo com as informações que ele dispõe sobre a instituição financeira e os custos de tomar emprestado, mas também decidirá conforme sua própria percepção dos objetivos a serem alcançados com os recursos advindos do empréstimo. A ação racional do agente, que nesse caso é o tomar emprestado ou não, será ditada por sua base informacional (evidências), pelos seus objetivos (desejos), ou seja, suas intenções, e pelas suas expectativas (convicções).

A instituição financeira, por outro lado, possui a mesma restrição e os agentes que trabalham nela tomarão a decisão de emprestar ou não baseados nas evidências (informações disponíveis), nos objetivos (desejos) previamente determinados e nas convicções (expectativas) formadas de acordo com as evidências.

Qualquer uma dessas relações pode ser falha, segundo Elster (1990), tornando a teoria clássica inadequada para realização de análises sobre o mercado de crédito ou ainda ela pode ser indeterminada, ou seja, não chegar a um resultado único ou não chegar a nenhum resultado. Assim, pode-se utilizar a racionalidade limitada para analisar o mercado de crédito, supondo que o indivíduo buscar maximizar sua utilidade dada suas limitações. Isto torna o indivíduo racional, porém, limitado em termos de habilidades, informações, tempo, conhecimento e restrição orçamentária. Assim, quando o tomador decide tomar emprestado, ele está maximizando sua função utilidade, dadas suas restrições. Analogamente, a instituição financeira terá o mesmo comportamento.

Ainda, pode-se relacionar a racionalidade limitada à própria incapacidade do tomador de identificar os riscos corretos e as probabilidades de sucesso dos diversos projetos. Nesse sentido, o tomador sempre tem a possibilidade de incorrer em riscos não calculados e, portanto, a incerteza do mercado é grande. Não apenas isso, a instituição, que também não percebe a realidade tal como é, também incorre em riscos, podendo não estar apta a identificar corretamente o risco de o agente ser oportunista ou mesmo o risco total do projeto apresentado por ele. Na literatura sobre informação assimétrica, tal situação é denominada seleção adversa e diz respeito à “cegueira parcial” das instituições financeiras perante seus clientes. Uma vez que o próprio tomador sabe que a instituição não consegue identificar seu risco, ele passa a ter incentivos para



ser oportunista. Por exemplo, o tomador pode tentar mascarar sua real possibilidade de pagamento ou, ainda, um mau pagador pode optar por sinalizar um comportamento de bom pagador. Esses problemas de seleção adversa ocorrem antes (*ex ante*) da realização do contrato e, geralmente, são analisados separadamente dos problemas que se apresentam durante ou após (*ex post*) a realização do contrato.

Segundo Williamson (1985), problemas advindos da seleção adversa podem ser englobados pelo conceito de oportunismo bem como aqueles que advêm de problemas *ex post*. Problemas *ex post* são aqueles que provêm do risco moral, também chamado de efeitos de incentivo. Quando um contrato é firmado e é incompleto, os agentes possuem incentivos a desistir (renunciar / retirar-se / optar pelo *default*) se os ganhos dessa desistência forem maiores do que o da não desistência. Como o crédito é um contrato baseado na confiança, geralmente os ganhos do *default* se fazem presente e são muito elevados, tornando o mercado de crédito altamente arriscado. Os credores também podem se comportar oportunicamente, mas essa é uma possibilidade menor, haja vista a existência de regulação financeira que restringe o raio de ação das instituições financeiras (que aparecem em menor quantidade relativamente aos tomadores, facilitando o controle).

A probabilidade de oportunismo, como visto anteriormente, é influenciada por vários fatores como o tamanho do mercado, o tipo do mercado, a cultura e o ambiente institucional. Essas características, de uma forma ou de outra, entram no cálculo do risco do empréstimo. Assim, as instituições financeiras sabem que o oportunismo é uma possibilidade e que elas não são capazes de identificar essa probabilidade perfeitamente em seu cliente.

Um dos mais importantes resultados da possibilidade de haver oportunismo é o comportamento estratégico. A instituição e o cliente se comportam estrategicamente de forma a se precaverem de futuras perdas. As instituições financeiras aumentam seus preços, criam mecanismos de inibição do oportunismo, geram sistemas que buscam aumentar as informações coletadas e também deixam de emprestar caso acreditem que o cliente é oportunista. O cliente, por sua vez, possui menos razões para acreditar no comportamento oportunista da instituição, porém possui incentivos para ser oportunista. Ainda, o risco de oportunismo, mesmo que possa

ser reduzido pelas ferramentas da instituição, é inerente ao sistema financeiro pelas suas características únicas. Mas, ele pode ser maior ou menor, dependendo do ambiente institucional e cultural em que está inserido o mercado e seus agentes.

Esses são problemas inerentes à informação imperfeita (assimétrica e incompleta) a que todos os agentes envolvidos no mercado estão sujeitos, dados os pressupostos de comportamento. A racionalidade limitada e o oportunismo dão suporte para toda a análise do mercado de crédito é sob sua ótica que será apresentado o papel do tomador de empréstimo e do intermediário financeiro.

### 3.2.2 Demanda – O Agente Devedor

A importância do demandante de empréstimo se faz presente no próprio conceito de crédito, uma vez que a operação é baseada na confiança. Como aponta Securato (2007), sendo o crédito concedido, o montante de capital é imediatamente disponibilizado ao tomador que antecipa seu consumo futuro mediante a promessa do retorno desse capital nas datas e prazos acordados.

A idéia de que a relação é de confiança e de que a operação é feita em cima de uma promessa cria uma situação de risco para o credor, devido aos pressupostos de comportamento apresentados. Desta forma, o devedor deve ser analisado pela instituição financeira, que busca identificar seu tipo e sua probabilidade de comportamento oportunista.

A literatura separa os agentes em dois tipos: o tomador avesso ao risco e o tomador amante do risco. O tomador que está disposto a incorrer em taxas de juros mais altas é aquele que está disposto a incorrer em maior risco, com menores probabilidades de sucesso, mas que, havendo o sucesso, incorre em maiores ganhos. Este é o tomador amante do risco. O tomador avesso ao risco é exatamente o contrário, aquele que não está disposto a incorrer em grandes

riscos e que visa a um ganho menor, porém, mais certo, pagando uma taxa de juros mais baixa. A taxa de risco a que esses tomadores estão dispostos a incorrer e, portanto, sua “tipologia” depende de suas preferências.

Sendo a instituição incapaz de identificar corretamente os riscos dos tomadores e sendo os contratos são incompletos, há maiores incentivos para que o tomador seja oportunista. Sabe-se também que o risco do amante ao risco ser oportunista é maior, uma vez que o próprio agente sabe que sua probabilidade de sucesso é baixa, ou seja, é alta a probabilidade de ele não ser capaz de cumprir suas obrigações (entrar em *default*), quebrando contratos. O agente avesso ao risco, por outro lado, possui menos probabilidade de ser oportunista, uma vez que seus riscos são menores e sua probabilidade de *default* também.

A importância de se identificar a tipologia do tomador no mercado de crédito pode ser facilmente reconhecida e até mesmo a classificação dos créditos é uma forma de sinalizar o tipo do tomador. Como afirma Securato (2007), são duas as principais classificações: crédito público, que é o empréstimo concedido ao governo, e crédito privado, concedido ao setor privado da economia como empresas e indivíduos. Dentro do crédito do setor privado, tem-se ainda uma bifurcação fundamental: o crédito para pessoa física – indivíduos – e o crédito para pessoa jurídica – empresas e firmas. Pode-se ainda, segundo o autor, classificar o crédito de acordo com os objetivos do tomador como compra de imóveis ou educação ou, ainda, investimentos em bens de capital. Nota-se com isso, que as instituições financeiras dividem os tipos dos tomadores em grupos que possuem objetivos semelhantes, isto é, segmentos, para que possam ser comparados os projetos e as probabilidades de sucesso dos investimentos a serem realizados.

Portanto, a correta caracterização do demandante é de grande relevância para o mercado de crédito. A instituição financeira, enquanto credora, lança mão de mecanismos como modelos probabilísticos que visem à avaliação do risco do crédito a ser concedido bem como ferramentas que aumentem a informação disponível e reduzam a informação assimétrica, isto é, ela se especializa na busca pela informação. Além disso, a instituição financeira possui algumas funções que tornam sua existência fundamental para a viabilidade do mercado de crédito, apresentadas a seguir.

### 3.2.3 Oferta – O credor

Uma instituição financeira configura-se, em última instância, na oferta de crédito, ou seja, no credor que concederá ao tomador o empréstimo solicitado. Ela busca proprietários de capital que lhe depositem determinado montante para que ele seja emprestado aos tomadores. Um depositante, então, “vende” seu capital a um preço, que seria a taxa de depósito paga a ele, e um tomador “compra” capital a um preço, que seria a taxa de juros cobrada. Uma instituição financeira caracteriza-se, deste modo, como uma firma intermediária, isto é, um intermediário financeiro que possui uma função de produção baseada na maximização de lucros por meio da alocação do capital depositado pelo proprietário.

Além disso, as instituições financeiras, segundo Freixas e Rochet (1997), possuem quatro funções essenciais dentro de uma economia: oferecer acesso ao sistema de pagamentos, transformar ativos, administrar riscos e processar informações e, monitorar tomadores de empréstimos. Cada uma dessas funções será detalhada abaixo<sup>13</sup>.

Como apontam Freixas e Rochet (1997), oferecer acesso ao sistema de pagamento a um indivíduo significa incluí-lo ao mercado de uma economia monetária. A instituição financeira viabiliza esse movimento ao trocar moedas, ou seja, ela recebe um tipo de moeda e fornece outro tipo de volta. Mais especificamente, ela desempenha a função de troca de câmbio. Não apenas isso, a moeda que ela fornece é garantida por ela, o que torna a moeda confiável<sup>14</sup>. Essas duas funções são relevantes porque a instituição financeira, quando as desempenha, garante valor à moeda, isto é, ela alega, enquanto instituição credível, que a moeda ou dinheiro é um “bom dinheiro” e que o mesmo possui valor.

---

<sup>13</sup> Um intermediário financeiro é classificado de acordo com as funções por ele desempenhadas e, como tal, pode ser desde um banco universal, até uma simples financeira. Para fins de simplificação e compatibilidade com o foco do estudo, o intermediário financeiro será chamado de instituição financeira, ignorando-se o fato de ser depositário ou não.

<sup>14</sup> Segundo Freixas e Rochet (1997) essa função era importante na época em que cada feudo possuía sua própria moeda.

Outra função diz respeito à transformação de ativos. Freixas e Rochet (1997) apontam três tipos de transformações de ativos: denominação de conveniência, em que cada instituição financeira escolhe a unidade de medida de seus produtos (depósitos e empréstimos) de acordo com o que é conveniente aos seus clientes; transformação de qualidade, em que a instituição financeira aumenta a qualidade do título ao emití-lo em seu nome ao invés de *securitizar*<sup>15</sup> um *portfólio* de empréstimos; e por fim, transformação de maturidades, ou seja, alongamento ou encurtamento de prazos de *securities*<sup>16</sup> (contratos financeiros).

A transformação de maturidade e de unidades de medidas é fundamental ao processo do crédito. A função que uma instituição financeira possui de coletar pequenos depósitos com curtos prazos e investir em grandes empréstimos com longos prazos é o que viabiliza o crédito em si. Segundo o BID (2005), a natureza dos processos envolvendo o crédito resulta de uma transformação dos ativos recebidos para ativos a serem emprestados e vários são os riscos que uma instituição financeira incorre no processo.

É nesse sentido que Freixas e Rochet (1997) apresentam a categoria de funções de administração do risco. Segundo eles são quatro as fontes de risco: risco de crédito, risco de taxa de juros, risco de liquidez e risco de operações *off-balance-sheet* (ou fora do balanço). O risco de crédito diz respeito à mensuração e avaliação do risco de retorno de um empréstimo bancário, e é uma das principais funções da atividade bancária atual<sup>17</sup>. O risco de taxa de juros existe pela possibilidade do custo do depósito, que é baseado em taxa de juros de curto prazo, subir a um patamar acima da taxa de rendimento determinada por taxas de empréstimos fixas. Esse risco está também relacionado ao risco de liquidez, pois mesmo que a taxa de juros de depósito não aumente, a instituição financeira pode enfrentar retiradas por parte dos clientes, o que o obrigará a tomar emprestado a taxas de juros mais altas para cobrir as retiradas dos clientes. O risco de retirada antecipadas ou inesperadas é o chamado risco de liquidez e, junto com o risco de taxa de

---

<sup>15</sup> Ou seja, vender ou emitir um novo contrato de dívida mediante a conversão de um débito anterior em nova dívida com outro prazo.

<sup>16</sup> *Securities*: um instrumento fungível e negociável que representa valor financeiro.

<sup>17</sup> Como aponta Freixas e Rochet (1997), o valor de um empréstimo bancário é resultado de sua relação de longo-prazo com o cliente e é, em princípio, desconhecido pelo mercado e pelo regulador, o que gera mais risco, diferentemente dos preços de títulos que refletem a informação de mercado contida neles.

juros, compõe o risco total do *portfólio* da instituição financeira. Por fim, os autores apontam os riscos das operações *off-balance-sheet*. As operações de *off-balance-sheet* são operações que viabilizam a administração de liquidez por meio da requisição de garantias e compromissos de crédito bem como a criação de linhas de crédito específicas e de transações de *swap* e *hedging*. Essas operações não correspondem a aquisições de ativos para a instituição financeira (por isso são denominadas “fora de balanço”) e são realizadas em cima de avaliações de risco de retorno das próprias instituições, vendendo ou comprando riscos.

Por fim, está a função de monitoramento e processamento de informações. Pode-se assumir que instituições financeiras terão problemas advindos da informação incompleta e assimétrica, uma vez que seu produto (crédito) se relaciona com o tempo e depende, principalmente, das ações de seus clientes (tomadores) para que a transação (o empréstimo) seja realizada (concessão do empréstimo) e concluída (pagamento do empréstimo) com sucesso. Exatamente por isso, a instituição financeira precisa incorrer em custos para desenvolver modelos de processamento de informações e monitoramento, de forma a reduzir os riscos de informações incompletas ou assimétricas

Todas essas funções estão ligadas, direta ou indiretamente, ao crédito. A intermediação financeira funciona como um catalisador do mercado de crédito. Ela internaliza as fricções inerentes à economia como, por exemplo, moedas diferentes, prazos diferentes, riscos de *default* e problemas de informação assimétrica. Esta internalização gera custos. O mercado arca com esses custos, pois são eles que viabilizam a realização das transações, principalmente as de maior volume e de maior prazo.

Dada a caracterização das funções de uma instituição financeira, pode-se avaliar o grau de complexidade existente nas relações de crédito. Não há assim, uma simples operação de crédito, pois todo empréstimo concedido carrega em si informações acerca das funções desempenhadas pela instituição financeira enquanto oferta, bem como, da tipologia e comportamento do tomador, enquanto demanda.

Esse enredamento de informações é refletido no equilíbrio do mercado de crédito. Isto ocorre porque, com o mercado sendo balizado pela possibilidade de comportamento oportunista e pela racionalidade limitada dos agentes, são gerados custos altos de transação. São esses pressupostos de comportamento que dão substrato à hipótese de muitos estudos de que o mercado se confronta com informação assimétrica e com informação incompleta enquanto fator que influencia os resultados de mercado. Assim, torna-se imprescindível a análise do equilíbrio do mercado de crédito.

### 3.3 O Equilíbrio no Mercado de Crédito

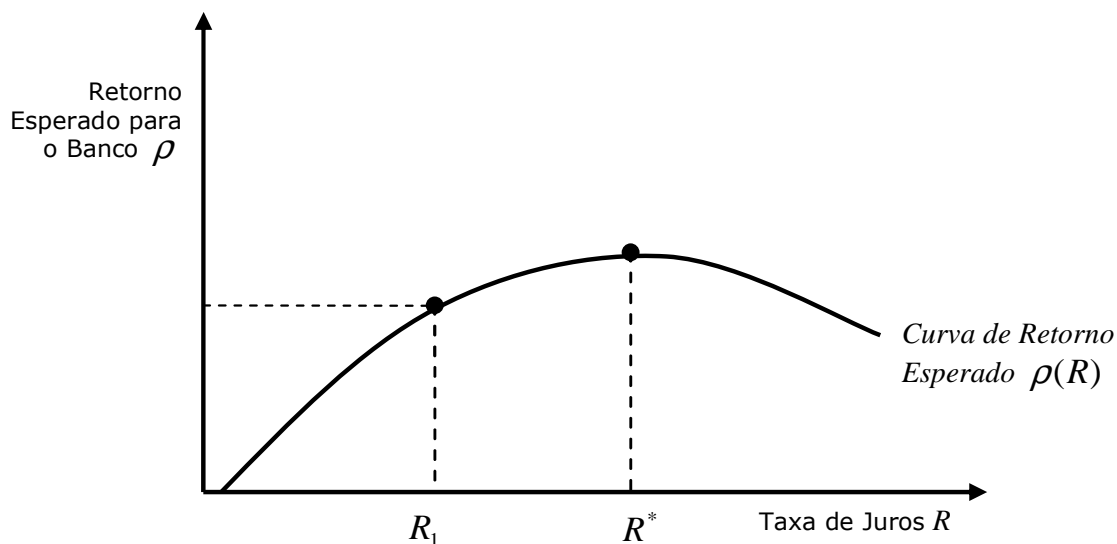
Para Freixas e Rochet (1997) a assimetria de informações influencia o mercado porque há uma relação complexa entre o tomador de empréstimo e o agente que empresta, de forma que, mesmo utilizando uma abordagem de equilíbrio parcial, a análise gráfica da oferta e demanda não funciona. Isto acontece, segundo os autores, por causa do chamado racionamento de crédito. Eles apresentam a definição de racionamento de crédito como sendo a situação em que um tomador de empréstimo tem sua solicitação recusada mesmo que ele esteja disposto a pagar todos os elementos de preço e não-preço do contrato<sup>18</sup>. Assim, se desenha uma relação em que a curva de oferta torna-se decrescente a partir de uma determinada taxa de juros, podendo levar à não intersecção da curva de oferta com a curva de demanda.

Além dessa relação complexa entre os agentes, outra razão apontada para o racionamento de crédito é a ligação da função de oferta da instituição financeira com a sua função de retorno esperado. Segundo Freixas e Rochet (1997), o racionamento aparece assim que o retorno esperado da instituição financeira é definido como uma função não-monotônica da taxa de juros nominal. Isto é, à medida que a taxa de juros aumenta, a taxa de retorno esperado da instituição financeira também aumenta, porém a taxas decrescentes até atingir uma taxa de juros ótima em

---

<sup>18</sup> Freixas e Rochet (1997) salientam, ainda, que nesta definição não está incluída a recusa do aumento do montante emprestado e também a recusa da solicitação devido à falta de colateral ou de elementos de não-preço.

que a partir dela, a taxa de retorno passa a diminuir, dessa vez, a taxas crescentes, como mostra a FIGURA 3.

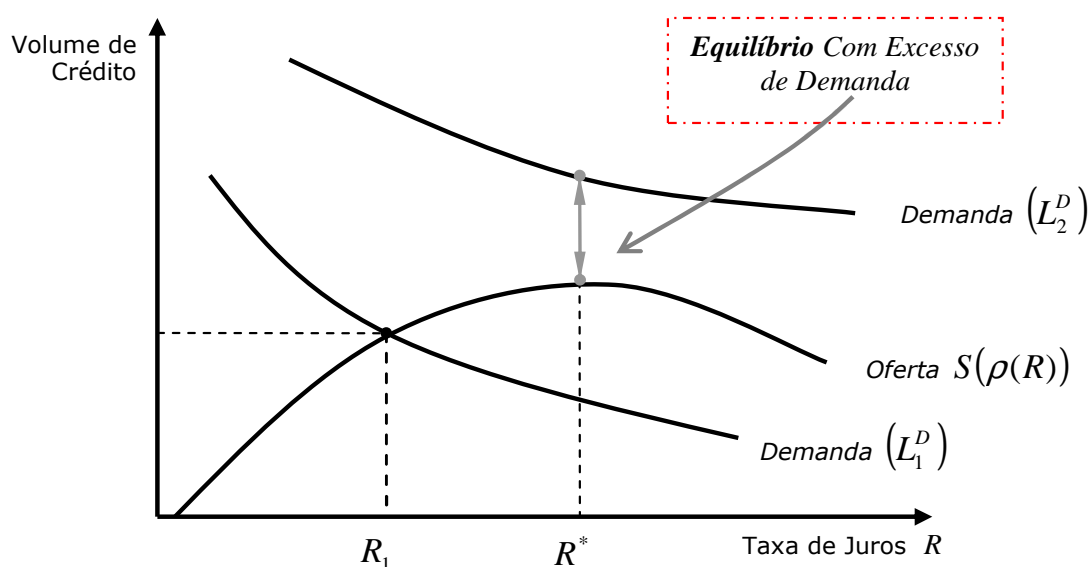


**FIGURA 3 - Curva de Retorno Esperado em Função da Taxa de Juros**

Fonte: Elaboração própria baseado em FREIXAS e ROCHET, 1997, p.139, *figure 5.1.* – *Expected Return for the Bank as a Function of the Nominal Rate of the Loan.*

Essa relação funcional gera um impacto sobre a função de oferta do mercado de crédito. Com a instituição financeira estando ciente dessa relação, ela aumentará o volume da oferta de crédito enquanto a taxa de retorno estiver na trajetória crescente, no entanto, quando esta atingir seu máximo, o volume ofertado passa a diminuir. Dependendo da demanda disponível, as curvas podem, ou não, se cruzar, criando dois equilíbrios possíveis, como mostra a FIGURA 4.





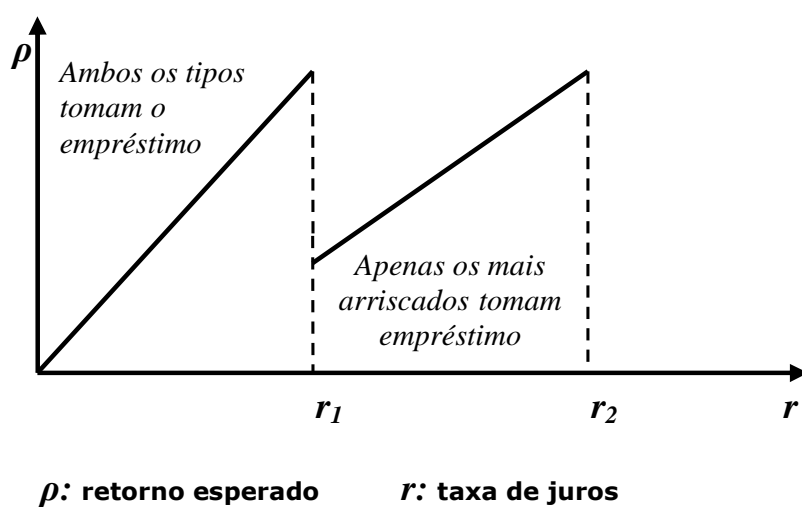
**FIGURA 4 – Equilíbrio com Racionamento de Crédito**

Fonte: Elaboração própria baseada em FREIXAS e ROCHET, 1997, p.140, *figure 52 – Equilibrium Credit Rationing*.

A hipótese de racionamento foi primeiramente apresentada por Stiglitz e Weiss em seu artigo de 1981, que se transformou em um marco na literatura sobre mercados de créditos. Eles demonstram que o equilíbrio do mercado de crédito é caracterizado pelo racionamento por causa das relações existentes entre assimetrias de informação e o mercado de crédito.

Segundo Stiglitz e Weiss (1981), o mercado é permeado pela informação assimétrica e pela impossibilidade de distinção dos tomadores. Assim, a instituição financeira escolhe trabalhar com uma taxa de juros mais baixa para evitar problemas de seleção adversa e risco moral, que são vinculadas a riscos mais elevados e, conseqüentemente, de menor valor esperado de retorno para a instituição. Os autores argumentam que as instituições financeiras não necessariamente aumentam suas taxas de juros, mesmo quando há excesso de demanda, porque uma taxa de juros alta gera duas conseqüências: afasta o bom tomador de empréstimo (que possui menor risco) e incentiva o tomador de empréstimo (bom ou ruim) a entrar em negócios mais arriscados.

Os autores embasam seu argumento no comportamento dos agentes, afirmando que aqueles dispostos a tomar empréstimos a taxas de juros mais altas são aqueles que se enquadram na tipologia de amantes do risco. Segundo eles, o agente disposto a pagar mais juros, espera receber retornos maiores e, em geral, taxas de retornos maiores estão ligadas a projetos mais arriscados (com menor probabilidade de sucesso). O fato da instituição financeira não conseguir identificar se o tomador é mais arriscado ou não, gera um risco para a instituição financeira, esse efeito é chamado de seleção adversa e acontece antes da operação de crédito. Outro efeito é o risco moral, que acontece após a operação de crédito. Ele acontece porque altas taxas de juros induzem os agentes a investirem em projetos com menor probabilidade de sucesso, mas com retornos maiores quando bem sucedidos, aumentando assim, o risco do oportunismo. Assim, a medida que a taxa de juros sobe, o risco para o credor aumenta, possivelmente diminuindo seus lucros. Como mostra a FIGURA 5, tanto os agentes mais arriscados (amantes do risco) como os menos arriscados (avessos ao risco) tomam empréstimos até uma taxa de juros  $r_1$ , mas que após esse patamar, apenas os tipos mais arriscados tomam empréstimo.



**FIGURA 5 - Curva de Retorno Esperado da Instituição Financeira**

Fonte: Elaboração própria baseada em STIGLITZ e WEISS (1981), p. 397, *figure 3 – Optimal Interest Rate  $r_1$* .

Destarte, a instituição financeira adota uma taxa de juros mais baixa ( $r_l$ ), mas que maximize seu retorno esperado, englobando ambos os tipos de agentes. Isto significa dizer que ela terá em sua carteira uma maior variação e, portanto, menor risco. É este comportamento que leva a instituição a racionar crédito: ela fixa a taxa de juros a nível mais baixo do que a demanda por crédito está disponível a pagar e, para equilibrar o mercado, oferta menos crédito e, portanto, raciona. Ou seja, segundo Stiglitz e Weiss (1981), o equilíbrio no mercado de crédito não é determinado pela oferta e demanda e sim pela maximização do retorno esperado da instituição financeira, resultando no racionamento.

Em 1992, Stiglitz e Weiss aprimoram seu modelo apresentado em 1981, incorporando simultaneamente os efeitos de seleção (seleção adversa) e de incentivo (risco moral), e os termos de preço (taxa de juros) e não-preço (colateral) no contrato. Com isso, Stiglitz e Weiss (1992) encontram que as instituições financeiras utilizam dois tipos de restrições<sup>19</sup>. A primeira, que não se configura em racionamento de crédito, eles chamam de *redlining*, é a discriminação que a instituição faz a determinados grupos de indivíduos com determinadas características. A instituição financeira simplesmente exclui grupos ao invés de redigir um contrato com maiores taxas e outras requisições. E o racionamento de crédito é o segundo mecanismo, em que simplesmente, a instituição financeira não empresta a determinados indivíduos, mesmo que eles estejam dispostos a pagar mais e dar mais colateral. Assim, eles mostram que, apesar das estratégias possíveis, o equilíbrio com racionamento permanece no mercado de crédito<sup>20</sup>. É importante ressaltar que os autores acreditam que embora o mercado de crédito seja caracterizado por racionamento de crédito nem sempre ele o é.

---

<sup>19</sup> Outra abordagem sobre o equilíbrio no mercado de crédito pode ser encontrada em Besanko e Thakor (1987), em que eles investigam o papel da estrutura de mercado (monopólio ou competição perfeita) na alocação de crédito quando há informação assimétrica. Ao contrário do que afirmam Stiglitz e Weiss (1987), Besanko e Thakor (1987) mostram que a política do banco de aumentar taxas faz com que os tomadores mais arriscados saiam do mercado mais rápido, selecionando naturalmente seus tomadores. Segundo os autores isto acontece porque a distribuição dos retornos de baixos riscos é dominante sobre os retornos esperados de altos riscos, ao contrário do modelo de Stiglitz e Weiss (1981), em que a distribuição de retornos sobre riscos altos é uma média preservada de *spreads* – fazendo com que tomadores de baixo risco caiam fora antes. Segundo Besanko e Thakor (1987), sob informação assimétrica, o equilíbrio no mercado é ditado pela política de crédito ótima do banco que é condicional ao excedente social esperado para os tomadores de alto risco. Se este excedente for grande o suficiente, ambos os tipos de tomadores pegam o empréstimo e nenhum deles precisa dar colateral em contrapartida. Porém, se o excedente social esperado não é alto o suficiente, o banco retira os tomadores mais arriscados do mercado por meio de um aumento da taxa de juros o que, segundo os autores, gera racionamento.

<sup>20</sup> O modelo é construído em um mercado de pequenos bancos, ou seja, um mercado competitivo.

Freixas e Rochet (1997) também mostram que, dependendo da distribuição do tipo de firmas (diferentes populações com riscos diferentes), um aumento na taxa de juros não necessariamente aumenta o lucro esperado da instituição financeira porque esse lucro depende de dois efeitos: o efeito direto do aumento da taxa de juros sobre uma população de firmas, que aumenta a taxa de lucro esperado da instituição financeira por indivíduo e, o efeito indireto sobre o risco dessa população, que muda as suas próprias taxas de lucro esperado, dada a taxa de juros. Ainda, Freixas e Rochet (1997) apontam que as instituições financeiras lançam mão de mecanismos que visem à identificação do tipo de tomador que está solicitando o empréstimo, com o intuito de reduzir o racionamento de crédito por meio do ajuste dos riscos frente à correta identificação do tomador.

Por outro lado, Bester (1985) mostra que não haverá racionamento de crédito em mercados com informação imperfeita se as instituições financeiras competirem ao escolher a taxa de juros e o nível de colateral que “selecione” o risco do investidor. A principal hipótese é de que as instituições decidem sobre a taxa de juros a ser cobrada e sobre o colateral simultaneamente, o que torna possível utilizar contratos diferentes como mecanismo de auto-seleção. Com diferentes contratos, o tomador menos arriscado está mais inclinado a optar pelo contrato que requer maior colateral com menor taxa de juros (contrato de baixo risco), do que o tomador mais arriscado. Assim, o autor mostra que, no equilíbrio, nenhum tomador é racionado, pois, mesmo que o tomador mais arriscado não consiga o empréstimo sob as condições que ele quer, ele requisita o contrato de baixo risco. Criando um equilíbrio de *pooling* em que ninguém é racionado<sup>21</sup>.

Destarte, mostra-se que o mercado de crédito possui uma forma especial de relacionamento entre oferta e demanda. Como o mercado está inerentemente vinculado à confiança e ao tempo, o comportamento estratégico, tanto por parte do banco como por parte dos clientes, faz-se presente. O racionamento de crédito é uma realidade possível que reduz os resultados ótimos do mercado à busca pelo lucro máximo do banco.

---

<sup>21</sup> Bester (1985) admite, no entanto, que esse tipo de mecanismo seletivo é parcial, uma vez que uma firma, com perfeitas condições de pagamento pode não possuir o colateral necessário para requerer o contrato de baixo risco, tornando o processo seletivo ineficiente e retornando para a possibilidade de efeitos de incentivo, ou seja, de risco moral.

### 3.4 Os Custos de Transação

Portanto, as relações entre oferta e demanda no mercado de crédito são mais complexas do que uma simples intermediação entre depositante e tomador. Além disso, há também a questão dos contratos financeiros que são incompletos e que, segundo Freixas e Rochet (1997), não podem ser revendidos. Destaca-se ainda que as características dos contratos desenhados por tomadores são diferentes dos contratos demandados por depositantes. E essas especificidades se refletem na existência de custos gerados na realização da operação de crédito, dando substrato à análise dos custos de transação.

O grau de relevância dos custos de transação no mercado de crédito é facilmente percebido e começa pela própria existência da instituição financeira, isto é, do intermediário financeiro. Freixas e Rochet (1997) apontam quatro razões para a existência do intermediário financeiro: custos de transação; seguro de liquidez; coalizões de compartilhamento de informações e; delegação de monitoramento<sup>22</sup>.

Freixas e Rochet (1997) definem os custos de transação como sendo resultados das fricções existentes entre oferta e demanda que geram economias de escopo e economias de escala. Eles apontam que esses custos criam economias de escopo entre depósitos e créditos, em que a diversidade de produtos e serviços reduz os riscos do empréstimo e os custos, aumentando o lucro. Esses custos também geram economias de escala, à medida que podem ser fixos e que os

---

<sup>22</sup> Todas essas razões estão relacionadas à informação assimétrica. Freixas e Rochet (1997) afirmam que a informação assimétrica é uma importante fonte de custos que podem ser vistos como formas específicas de custos de transação. Eles avaliam a informação assimétrica com seus efeitos *ex ante* e *ex post* como sendo uma das principais razões da existência das instituições financeiras, justamente porque são esses efeitos que o depositante quer evitar ao optar por colocar sua riqueza na instituição. Uma vez que há informação assimétrica, o depositante terá dúvidas quanto ao risco de emprestar seu dinheiro, portanto, ele emprestará para o agente que melhor conhece, ou seja, para a instituição financeira.

retornos são crescentes. A instituição financeira entra como o agente que se apropria dessas economias, oferecendo um melhor resultado de mercado (maior quantidade e menor preço).

A idéia de custos de transação como fator para a existência de intermediários financeiros é complementada pela noção de seguro de liquidez. Como os agentes podem fracionar sua riqueza em investimentos e como esses podem ser líquidos ou ilíquidos, os agentes estarão sempre propensos a choques de liquidez. A economia de mercado, segundo Freixas e Rochet (1997), não fornece segurança perfeita contra choques de liquidez e, portanto, podem levar a uma alocação ineficiente de recursos. As instituições financeiras entram em cena para oferecer essa segurança por meio de contratos de depósitos e outros contratos financeiros.

Outra razão apontada diz respeito à necessidade da criação de coalizões para compartilhar informações. Os intermediários financeiros são mais bem informados em relação às qualidades e probabilidades de sucesso dos projetos do que os depositantes, gerando novamente a preferência desses últimos em negociar o contrato com uma instituição financeira ao invés de fazê-lo diretamente com o tomador.

Por fim, Freixas e Rochet (1997) analisam o papel do monitoramento sob o contexto de informação assimétrica, enquanto mecanismo que aprimora a eficiência do mercado. Eles definem monitoramento em um amplo sentido, que inclui a seleção de projetos, a prevenção de comportamento oportunista por parte do tomador, auditoria e, também, a punição em caso de *default*. Eles afirmam que a atividade de monitoramento claramente melhora a eficiência dos contratos entre credores e devedores e vários são os estudos que apontam esse resultado<sup>23</sup>.

Já segundo Polski (2001), bancos (instituições financeiras) existem porque os mercados são ineficientes em alocar crédito por causa de problemas de informação e por perigos no empréstimo e riscos de gerenciamento. Assim, os bancos melhoram a alocação de recursos,

---

<sup>23</sup> Já Rommel (2008) aponta mais uma razão que seria o processamento de custos, que seriam as despesas que as instituições incorrem em função do pagamento de ativos fixos (prédios, caixa-eletrônico, tecnologia de comunicação, etc.) e as despesas operacionais (como salários, eletricidade, etc.).

reduzindo custos de transação ao coletar e processar informações e também ao assumir riscos de crédito, *pooling* e *pricing*, além de riscos de taxas de juros e riscos de câmbio.

Assim, em um primeiro momento, as instituições financeiras devem sua existência aos custos de transação. Neste caso, custos de transação são os custos gerados por fricções no mercado que geram a possibilidade de uma firma intermediária entrar e fazer a mediação entre demanda e oferta. Esta situação permite a especialização da firma de transação no mercado em questão, isto é, a firma torna-se um intermediário ou uma instituição financeira. Para melhor compreensão da relação entre custos de transação e um intermediário e também para uma definição mais clara dos custos de transação no mercado de crédito, a seguir será apresentado um breve modelo de firma intermediária bem como sua conexão com o mercado de crédito.

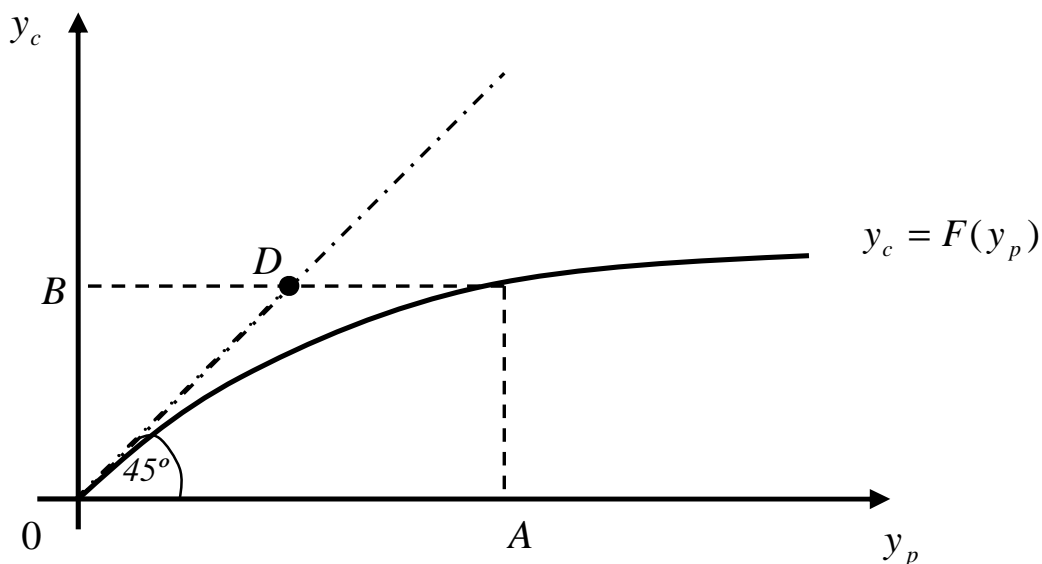
#### ***Um Modelo de Firma Intermediária – Furubotn e Richter (2000)***

Para fins de ilustração, Furubotn e Richter (2000) desenvolvem um modelo de uma firma intermediária em que ela existe por causa dos custos de transação, baseado na noção de que a atividade de transação pode ser descrita como uma função<sup>24</sup>. O exemplo apresentado se dá em um mercado de trigo em que dois indivíduos estão envolvidos na troca, que possui custos de transação positivos. O produtor quer vender um montante  $z$  de trigo e o consumidor quer comprar  $x$ , mas como há custos de transação, o consumidor comprará um montante  $x$  menos o custo de transação ( $C_t$ ). A descrição da função de transação ficaria como:  $y_c = F(y_p)$ , com  $p$  sendo o montante de trigo prometido a ser entregue pelo produtor e  $c$  sendo o montante de trigo prometido a ser aceito pelo consumidor.

A FIGURA 6 mostra a função de transação similar à função de produção padrão. Nela, a distância  $0A$  seria o montante vendido pelo produtor (a oferta), e a distância  $0B$  seria o montante comprado pelo consumidor (a demanda). O custo de transação seria representado por  $C_t = y_p - y_c$ , é indicado pela distância  $BD$ .

---

<sup>24</sup> Para informação mais detalhada ver FURUBOTN e RICHTER, 2000 páginas 54 a 60, seção 2.4. “*Modeling Transaction Costs: The Activity Transaction*”.



**FIGURA 6 – A Curva de Transação**

Fonte: Elaboração baseada em FURUBOTN e RICHTER, 2000 p.57 , *figure 2.1 – The Transaction Cost Curve* .

Assumindo a existência de uma firma intermediária, ela compra trigo ao preço  $p_p$  do produtor e vende ao preço  $p_c$ , e maximiza lucros ( $R$ ), sujeita a restrição da função de transação:

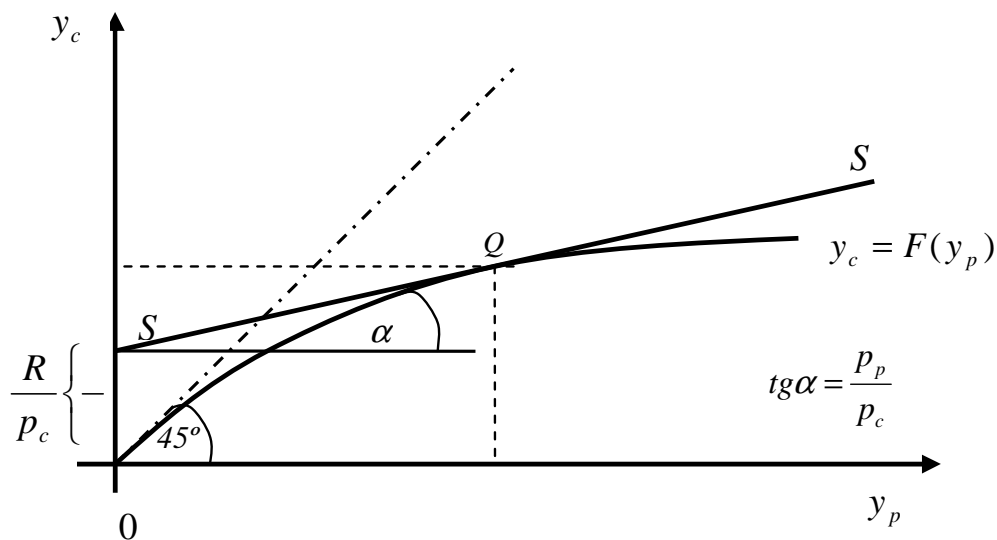
$$\text{Max } R = p_p y_p - p_c y_c$$

$$\text{s.a. } y_c = F(y_p)$$

De forma que a condição necessária para a maximização de lucro seja igual a  $\frac{dy_c}{dy_p} = \frac{p_p}{p_c}$ .

A FIGURA 7 é a representação gráfica, mostrando que a situação em que a firma intermediária maximiza lucros seria no ponto  $Q$  de curva de isolucro tangente à curva da função de transação.

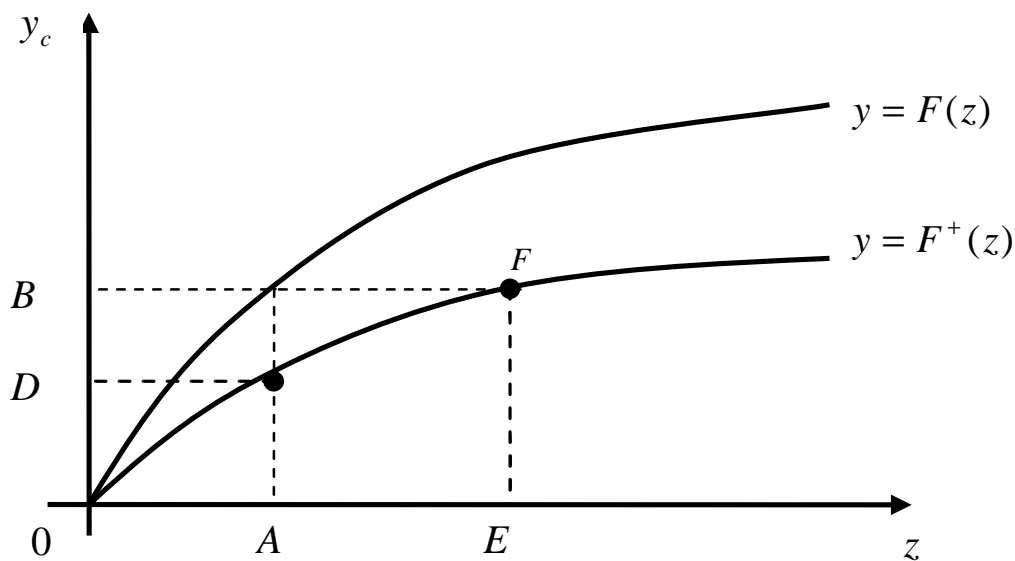




**FIGURA 7 – Plano de Transação Maximizador de Lucros**

Fonte: Elaboração baseada em FURUBOTN e RICHTER, 2000 p.58, *figure 2.2 – The profit-maximizing transaction plan.*

A inclusão da atividade de transação na função do produtor ou na função do consumidor pode ser feita deduzindo o custo de transação apropriado da produção bruta máxima atingida pelo produtor. Dessa forma, a curva de produção “líquida” (contabilizados os custos de transação) se concentra abaixo da curva de produção bruta máxima, como mostra a FIGURA 8. Com  $y$  sendo a oferta do trigo em função das sementes,  $z$ .



**FIGURA 8 – Curvas de Produção – Bruta e Líquida**

Fonte: Elaboração baseada em FURUBOTN e RICHTER, 2000 p. 59, *figure 2.3 – The gross and net production curves.*

Com isso, se o produtor deseja vender  $0B$  unidades de trigo, ele não pode atingir essa meta se produzir apenas  $0A$ . Ele tem que gastar  $BD$  unidades de trigo com os custos de transação. Ou seja, para vender  $0B$  unidades de trigo, o produtor teria que produzir  $0E$  unidades de trigo. A curva de produção “líquida” estará sempre abaixo da curva de produção bruta se os custos de transação forem positivos.

Deste modo, o modelo de Furubotn e Richter (2000) de firma intermediária desenvolve os custos de transação totais do mercado, ou seja, mostra os custos de transação que existem entre um produtor e um consumidor final. Em um mercado de crédito, a instituição financeira guarda o capital dos depositantes a um preço que é a taxa de juros sobre depósito ( $p_p$ ). Por outro lado, a instituição financeira fornece empréstimos a tomadores a um preço que é a taxa de juros sobre o crédito  $p_c$ , onde  $p_c > p_p$ . Assim, o papel de uma instituição financeira, é exatamente o mesmo papel da firma intermediária, que só existe porque existem custos de transação que criam um ambiente favorável a sua existência.

Como esses custos são baseados na racionalidade limitada e no oportunismo e, portanto, na informação assimétrica, essa relação pode ser transferida para as razões apontadas por Freixas e Rochet (1997) para a existência de um intermediário financeiro. Nesse sentido, pode-se afirmar que todas as quatro razões advêm de custos de transação específicos resultantes da informação assimétrica. E assim, elas cabem no modelo de intermediação apresentado (obviamente, com seus devidos ajustes), com os custos de transação sendo mensurados pela diferença entre o que se paga ao depositante e o que se recebe do tomador. Estes custos se traduzem no *spread* bancário.

Assim, o *spread* bancário é a diferença entre as taxas de juros de aplicação (taxa de juros de empréstimos) e as taxas de juros de captação (taxa de juros de pagamento de depósitos). Esse componente reflete de forma simples todos os custos de transação de um mercado, ou seja, inclui em si informações acerca do tipo do mercado (monopolista, oligopolista, competitivo), da informação assimétrica que o baliza (tipos de sistemas de compartilhamento de informação), do *enforcement* (eficiência judicial e legislativa), do tipo de contrato, bem como informações dos clientes, como a probabilidade de oportunismo (distribuição populacional mais propensa ao *default*), a tipologia (avesso ou não ao risco) e seu risco de *default*. Ainda, o *spread* bancário dita, também, o custo do dinheiro em uma sociedade e, portanto, o custo de investimentos que influencia diretamente no crescimento econômico<sup>25</sup>.

Com o modo de governança definido (no caso, a firma intermediária) e com os custos totais identificados (no caso, o *spread*), estes podem ser decompostos e qualificados de acordo com a classificação de Furubotn e Richter (2000), isto é, como custos de transação *de mercado*, de administração e políticos. Como o mercado de crédito aqui analisado é essencialmente guiado pela relação que existe entre o tomador de empréstimo e o agente que empresta (no caso a instituição financeira), os custos focados neste estudo são os que se referem às transações de mercado. Os custos de transação *de mercado*, como apontado anteriormente, são os custos de

---

<sup>25</sup> Freixas e Rochet (1997) caracterizam o *spread* bancário como sendo uma medida do risco do cliente. A noção de que o *spread* é uma representação dos custos de transação é uma simples caracterização de que o próprio risco de haver *default* em um empréstimo e da instituição financeira não reaver o montante pago possui sua raiz nos pressupostos de comportamento que geram os custos de transação. Assim, deixa-se claro que a visão do que significa o *spread* bancário é apenas uma reinterpretação.

preparar e concluir contratos (pesquisa, informação, negociação, barganha e tomada de decisão) além dos custos de monitoramento e de “fazer cumprir” obrigações contratuais. Para tanto, faz-se necessária a análise das relações contratuais existentes no mercado.

### 3.4.1 O Contrato Financeiro

Contrato é uma forma de acordo entre dois ou mais agentes que transferem entre si algum direito ou se sujeitam a alguma obrigação. Pode-se dizer que um contrato é uma forma de promessa. No caso de um empréstimo, o contrato é um acordo entre a instituição financeira e o tomador de empréstimo, que transfere para o último a propriedade temporária de determinada quantia em dinheiro, com a promessa de que esse valor será restituído, adicionados os juros, à instituição financeira ao longo de um período determinado. A principal função de um contrato de empréstimo é justamente viabilizar a troca entre duas partes, por ser uma relação de dependência, que só é resolvida por ele.

Também para Freixas e Rochet (1997) o contrato financeiro é um mecanismo que possibilita o empréstimo, que como tal deve conter em todos os períodos e em todas as contingências (ou estados da natureza) os seguintes pontos: o montante da prestação ou, caso haja, o montante do empréstimo adicional; a taxa de juros do restante da dívida; os ajustes de colaterais, caso seja possível ajustá-los e; as ações ou decisões de investimentos a serem tomadas pelo devedor.

No entanto, descrever as ações ou decisões de investimentos do devedor é um ato pouco provável, uma vez que o leque de ações de um indivíduo é amplo e dinâmico, difícil de ser descrito. E não apenas isso, como há dificuldades de se antecipar e descrever todas as contingências possíveis além de ser muito custoso especificar de forma executável todos os estados da natureza, a probabilidade é de que sejam redigidos contratos incompletos.

Como afirmado anteriormente, contratos incompletos existem porque existem estados da natureza indescritíveis e não computáveis, porque a realidade é balizada pela informação assimétrica e por causa da racionalidade limitada e da probabilidade de haver oportunismo<sup>26</sup>. A racionalidade limitada é a condição que torna o agente incapaz de antecipar cada eventualidade além de dificultar a convergência de soluções, uma vez que cada um possui um ponto de vista diverso. Já o oportunismo gera um ambiente de desconfiança e aumenta ainda mais a incerteza, pois o agente racionalmente limitado não consegue distinguir se a outra parte agirá oportunistamente ou não. Mais uma vez afirma-se que a impossibilidade de descrever os estados da natureza e as contingências bem como a existência de informação assimétrica são conseqüências desses pressupostos de comportamentos. Assim, e pela classificação de Williamson (1985) apontada anteriormente, o mercado de crédito é mediado por contratos com sérias dificuldades devido ao comportamento dos agentes, resultando em altos custos de transação contratuais.

Freixas e Rochet (1997) analisam o contrato de empréstimo com um modelo de informação assimétrica, em que a realização do sucesso ou não do investimento não é observável pelo credor<sup>27</sup>. Para resolver o problema há a especificação de auditoria no contrato que passa a ter algumas cláusulas a mais: o contrato passa a ter a função de repagamento, com a regra de auditoria e de uma punição ou recompensa (uma transferência adicional dependendo do resultado). Como resultado disso, passam a ser utilizados contratos financeiros padrões, o que

---

<sup>26</sup> Igawa e Kanatas (1990) apontam para problemas contratuais advindos da informação assimétrica. Eles afirmam que se os contratos são determinados por parâmetros sobre os quais as partes têm informação assimétrica, existirá um incentivo a deturpar os valores desses parâmetros de forma a suscitar melhores termos. Esse incentivo pode levar tanto ao racionamento do crédito como a falhas de mercado. Não apenas isso, o reconhecimento de assimetria informacional pode levar a contratos mais complexos (porém incompletos) desenhados para resolver o problema. Se os agentes se recusam a assinar o contrato mais simples, apenas os contratos que resolvem o problema de informação serão assinados. Porém, um contrato que solicita colateral do tomador, ao tentar resolver o problema de informação assimétrica, cria um problema de risco moral.

<sup>27</sup> Em geral, os estudos que se referem ao mercado de crédito e seus efeitos sobre as forças de oferta e demanda utilizam como hipótese principal a informação assimétrica. A partir dela, eles pressupõem a possibilidade ou não de seleção adversa e risco moral bem como a ineficiência do *enforcement*. Destaca-se que, ao se tomar como base os pressupostos de comportamento assumidos pela Economia dos Custos de Transação, aceita-se invariavelmente a hipótese de informação assimétrica bem como os problemas surgidos a partir dela. Dessa forma, a análise da existência de informação assimétrica nesse estudo torna-se importante por ser parte de problemas comportamentais e, como tal, os efeitos que partem de sua existência tornam-se relevantes. Salienta-se assim, que os estudos que utilizam tal hipótese serão aqui tratados como estudos que podem ser incluídos na caracterização do mercado de crédito sob a ótica da Economia dos Custos de Transação.

demonstra exatamente o que Hart e Moore (1988) afirmam, que a limitada racionalidade pode restringir a complexidade e os tipos de jogos de estratégia usados para redigir um contrato.

Contratos incompletos deveriam aumentar a eficiência, pois, segundo Freixas e Rochet (1997), eles permitiriam a divisão completa de riscos em todos os estados da natureza, porém, na prática, essa divisão de riscos não acontece e renegociações são comuns ao longo do contrato. Destarte, como os riscos não são divididos entre as partes, os autores afirmam que um contrato incompleto geralmente envolve alguma delegação ou alocação de poder a uma das partes, de forma que esta possa escolher entre um leque de ações predeterminadas como escolha de investimentos, renovação de empréstimos, emissão de ações. Esse poder será contingente á realização de um sinal de verificação. Ou seja, o contrato será redigido de forma tal que limite as possibilidades do agente ser ineficiente, gerando custos a outra parte. Isto é, gerando custos de transação.

Assim, existem custos de transação em contratos financeiros porque eles são incompletos (o custo de sua redação é também um custo de transação). Além disso, como a instituição financeira e o tomador passam a ser dependentes bilateralmente quando assinam um contrato de empréstimo e, como ele é relacionado ao um período de tempo, o contrato torna-se mais arriscado ainda ao não dividir os riscos entre as partes, elevando os custos de transação.

Como os custos de transação *de mercado* referem-se aos custos de contrato, é importante analisar todos os fatores que influenciam sua realização. Eles podem influenciar de forma negativa ou positiva a determinação das cláusulas bem como dos preços do contrato. Nesse sentido, e utilizando a classificação de Furubotn e Richter (2000) apresentada anteriormente, serão analisados os fatores que se referem à preparação e conclusão de contratos (custos de pesquisa e informação, de barganha e de decisão), monitoramento e execução dos mesmos.

### 3.4.2 A Informação

Segundo Japelli e Pagano (2000), capital e informação são dois instrumentos básicos das instituições financeiras. Eles afirmam que a sobrevivência de uma instituição no mercado depende crucialmente de sua habilidade de coletar e processar informações de forma eficiente no processo de seleção dos tomadores e no processo de monitoramento. Isto porque a economia está balizada pela assimetria de informações que gera problemas, tanto pós-contratuais como pré-contratuais.

No estágio de seleção, isto é, pré-contratual, as instituições precisam de informações sobre as características do tomador e sobre o risco do projeto. O desconhecimento dessas informações gera os problemas de seleção adversa, em que o fato de alguns dados sobre o cliente estarem escondidos faz com que a instituição financeira aloque ineficientemente o capital a ser emprestado. Isto se acontece porque, se um tomador possui maiores riscos de comportamento oportunista ou menores probabilidades de repagamento e não sinaliza isto à instituição, ela pode avaliar errado seus riscos e seu retorno esperado, gerando resultados menores do que o ótimo.

Já após o empréstimo concedido, ou seja, no estágio pós-contratual, a instituição precisa de informações de forma a controlar as ações do tomador. Se os dados relativos às ações do tomador que interferem na sua capacidade de pagamento não foram passíveis de observação, o tomador pode incorrer em comportamento oportunista como, por exemplo, tomar mais empréstimos e reduzir sua capacidade de pagamento, investir em projeto mais arriscado ou ainda reduzir seu nível de esforço de realização do investimento.

Deste modo, as instituições financeiras utilizam alguns mecanismos para contornar esses problemas de informação. O principal instrumento de uma instituição financeira é a análise de crédito. A análise de crédito é um dossiê composto por informações do tomador e referente a seus objetivos, que será realizado e avaliado pela instituição com apoio do tomador. Segundo Securato (2007), o objetivo do dossiê é adquirir conhecimento sobre o cliente utilizando: dados cadastrais do tomador (conjunto de indicadores financeiros obtidos por balanços ou declarações de impostos e relatórios gerenciais passados); conjunto de informações sobre o tomador colhidas no mercado do qual ele participa e; outras informações específicas, caso seja importante e/ou possível obtê-

las. A partir dessas informações, a instituição faz uma análise do risco de não pagamento do cliente e, então, obtém-se um parecer<sup>28</sup>.

A análise de crédito está relacionada à busca por alguns parâmetros básicos que tornem o crédito menos arriscado e, portanto, viável. Securato (2007) aponta a investigação das seguintes características: o caráter, que é a intenção do devedor de cumprir com as obrigações contratuais (se o agente é oportunista ou não); as condições, que seria a conjuntura macroeconômica do país; a capacidade que no caso de uma pessoa jurídica diz respeito à sua capacidade de gerar caixa frente aos compromissos e no caso de pessoa física diz respeito ao seu contra-cheque; o capital, que diz respeito aos ativos que o cliente possui e; por fim, os colaterais, que são os ativos que o cliente está disposto apresentar em troca da liberação do crédito.

No entanto, as informações relevantes para o processo de seleção e análise de crédito nem sempre são gratuitas. Se as informações requeridas não estão disponíveis de forma generalizada, a instituição precisa adquiri-las por meio de pesquisa. Essa busca e coleta de dados geram custos como, por exemplo, visitas aos estabelecimentos, gastos com salários de funcionários especializados em determinadas áreas de atividades econômicas além do custo de verificação das informações dadas pelo próprio tomador. Esses custos podem ser reduzidos com o intercâmbio de informações entre os diferentes agentes da economia.

Segundo Japelli e Pagano (2000), tomadores de empréstimos frequentemente solicitam crédito a diferentes agentes e isto faz com que eles construam um rastro de informações e de dados ao longo do tempo. Cada instituição financeira possui uma fração desse rastro e para completar essas informações há um custo alto. Os autores afirmam que dificilmente os credores conseguem todos os dados e que as informações acabam por ser trocadas entre os agentes via contatos informais ou formais. Os contatos informais se dão entre funcionários das instituições, que geralmente buscam confirmar a veracidade das informações. Já os contatos formais possuem outras vias, que podem ser voluntárias ou reguladas por algum órgão. Djavonk *et al.* (2005)

---

<sup>28</sup> Securato (2007) diferencia o analista de crédito, que apenas dá um parecer baseado nas informações, do analista de investimento de crédito, que analisa o dossiê e determina o risco de não pagamento do cliente, indicando o retorno médio compatível para o nível de risco apontado.



mostram em seu modelo que o compartilhamento de informações através de sistemas públicos e privados é importante determinante do crédito<sup>29</sup>.

Japelli e Pagano (2000) definem o *Bureau* de Informação de Crédito (BIC) como mecanismo de compartilhamento de informação voluntário e privado. O BIC se configura em um banco de dados, que são coletados, arquivados e distribuídos aos diversos agentes da sociedade, e funciona na base da reciprocidade. Esses *bureaus* podem ser criados por uma associação de credores, por uma cooperativa entre tomadores ou com o intuito de lucratividade. Os autores ainda classificam uma agência de risco como sendo uma forma de BIC, uma vez que os agentes que fornecem informações também recebem informações, porém, privilegiadas. O ponto destacado aqui pelos autores diz respeito ao foco das informações, que se restringem àquelas que os agentes fornecem e que, geralmente, representam apenas uma parcela da sociedade.

Outro tipo de mecanismo de compartilhamento é denominado por Japelli e Pagano (2000) como Registros Públicos de Crédito e funcionam da mesma forma, coletando, processando e distribuindo informações. No entanto, a base é diferente, ao invés de ser uma iniciativa dos agentes da sociedade, esses registros são reconhecidos como sendo parte da regulação, são criados por órgãos governamentais e gerenciados por bancos centrais. Assim, os agentes são obrigados a fornecer informações aos registros que, em troca, enviam informações também. O ponto especial desses registros, segundo os autores, é a possibilidade de cobertura quase universal do sistema financeiro que eles possuem. Mas, na prática dificilmente isso acontece, pois geralmente empréstimos abaixo de certo valor não são considerados e, por vezes, são apenas algumas linhas de crédito especiais que precisam ser informadas pelo credor.

Enquanto Securato (2007) aponta para a importância desses sistemas de compartilhamento para identificar o caráter do tomador, ou seja, se ele é oportunista ou não, Japelli e Pagano (2000) mostram que o compartilhamento de informações impacta de formas distintas o mercado de crédito. Primeiro, ele melhora o conhecimento da instituição sobre seus

---

<sup>29</sup> Djavonk *et al.* (2005) também mostram que *bureaus* de informação de crédito públicos estão fortemente associados com o crédito privado em países mais pobres, apontando um possível papel do governo em facilitar o compartilhamento de informações. Segundo eles, este compartilhamento por firmas públicas é mais benéfico do que prejudicial.

clientes, permitindo uma projeção mais acurada das probabilidades de pagamento de suas dívidas, isto é, reduz os riscos e os custos de pesquisa e informação. Segundo, ele retira a propriedade de “renda” adquirida do monopólio de informações por apenas uma instituição financeira, ou seja, quando a instituição compartilha a informação ela está perdendo seu poder de mercado baseado em sua vantagem informacional, que poderia ser fonte de lucros para ela. Adicionada a isto está a eliminação do incentivo que o tomador possuía, antes, de se endividar mais do que poderia por meio de várias instituições financeiras sem que nenhuma delas soubesse. Por fim, ele funciona como um mecanismo disciplinador, pois caso o cliente não coopere, a informação será lançada no sistema de informações compartilhado, podendo ser utilizada como uma punição em futuros empréstimos (nesse sentido o compartilhamento de informações age como um mecanismo de monitoramento).

Analisando as razões para se compartilhar informações e os efeitos que essa troca informacional gera no desempenho do mercado, Japelli e Pagano (2000) chegam à conclusão de que o tipo de informação trocada e o tipo de mecanismo usado é tão relevante, pelo menos, quanto a decisão de se introduzir um mecanismo de compartilhamento de informações<sup>30</sup>. Nesse sentido eles classificam as informações em dois tipos: positivas ou negativas.

Informações positivas, como histórico de crédito, emprego, ativos possuídos pelo tomador, etc., só são compartilhadas em arranjos de crédito bem desenvolvidos. Já o compartilhamento de informações negativas é o mecanismo mais usual, consistindo de informações sobre não pagamento de empréstimos. Informações negativas corrigem principalmente os incentivos ao risco moral.

Como afirmam Japelli e Pagano (2000), sistemas de compartilhamento simples se configuram em simples coletas de informações negativas, sistemas de informações intermediários consistem em informações negativas somadas à informações acerca de montantes de

---

<sup>30</sup> Outro efeito diz respeito à análise de Jimenez e Saurina (2003) sobre o papel do relacionamento credor-devedor em que eles mostram que, quanto mais próximo esse relacionamento, mais informações a instituição possuirá da situação financeira do cliente, reduzindo o risco de crédito. No entanto, eles afirmam que à medida que a relação se prolonga, a instituição pode utilizar seu poder de monopólio de informações e cobrar taxas mais altas, aceitando emprestar a riscos maiores.

empréstimos, para que os credores consigam avaliar quão endividado está o tomador. Por fim, sistemas de compartilhamento de informações mais desenvolvidos incluem informações positivas, como demográficas e balanços contábeis. Um ponto destacado pelos autores é a memória do sistema, que diz respeito ao tempo que a informações sobre *default* ficam guardadas e se elas permanecem caso a dívida seja paga, eles afirmam que uma memória infinita pode inibir a demanda por crédito, bem como uma punição muito fraca cria pouca influência disciplinadora.

Pelos resultados do modelo *cross-country* de Japelli e Pagano (1999), as evidências mostram que, quanto maior o fluxo de informações e mais sólido for o sistema de compartilhamento de um país, maior o percentual de crédito ao setor privado em relação ao PIB<sup>31</sup>. O estudo de Djavonk *et al.* (2005) corrobora este resultado. Segundo os autores, a possibilidade de dividir informação é o que faz com que o crédito privado seja mais desenvolvido em alguns países. Não apenas isso, Latruffe e Petrick (2003) analisam os custos de transação da Polônia rural e encontram como resultados que a utilização de mecanismos de seleção e sinalização das qualidades do tomador em termos de colateral disponível e espírito empreendedor tornam o empréstimo mais provável, além de reduzir custos.

Isto significa dizer que, à medida que se reduz a assimetria de informações maior e mais intenso é o mercado de crédito, possivelmente, reduzindo resultados de racionamento (se houver) bem como aumentando a quantidade emprestada. Deste modo, sistemas de compartilhamentos de informações e análises de crédito bem embasadas são duas fontes que, apesar de gerarem custos de transação, reduzem o risco do empréstimo a ser realizado e auxiliam no formato dos contratos financeiros e nos ganhos do mercado.

---

<sup>31</sup> Além disso, Japelli e Pagano (1999) encontram que o impacto de sistemas privados é parecido com o impacto de sistemas públicos, sendo que este último está associado a uma menor proteção do credor. Eles afirmam ainda que os sistemas públicos podem impactar negativamente de duas formas: ao incentivar a redução de esforço por parte dos bancos de buscar informações e ao criar a possibilidade do banco ser um carona. No entanto, Djavonk *et al.* (2005) encontram que o compartilhamento de informações através de sistemas públicos está fortemente associado com o crédito privado em países mais pobres, apontando que esses sistemas seriam mais benéficos do que prejudiciais para esses mercados e, possivelmente, um papel de destaque para seus governos.

### 3.4.3 O Monitoramento

A instituição financeira, por ser balizada pela racionalidade limitada e por contratos incompletos, cria ferramentas que visem a restringir o comportamento oportunista do agente. Coletar informações e fazer análises de crédito no período pré-contratual reduz parte dessa probabilidade, porém, não totalmente, uma vez que mesmo um sistema de compartilhamento bem desenvolvido não consegue retirar a incerteza das relações contratuais e nem mitigar completamente a informação assimétrica. Além disso, um dos pontos mais críticos da relação de crédito entre tomador e instituição se configura nas ações do tomador uma vez que o contrato foi assinado.

Como não há um contraponto ao capital transferido, o crédito se comporta como um ativo específico e, a instituição fica a mercê das ações do tomador do empréstimo, trabalhando com a expectativa de que ele cumprirá com o contrato acordado. A opção de cumprir o contrato uma vez assinado é toda do tomador e, para que isso ocorra, a instituição busca meios que o incentivem a cumpri-lo. A função de monitoramento é justamente esta: criar incentivos à cooperação pós-contratual. Geralmente, esses incentivos são elementos de não-preço, ou seja, não são baseados em acréscimos de preço ou multa.

O compartilhamento de informações é um desses mecanismos. Ele funciona como uma espécie de punição: se o tomador não cumpre com o acordo e não paga a dívida, a informação é divulgada no sistema de compartilhamento, o que reduzirá suas chances de conseguir empréstimo no futuro. Por outro lado, se o sistema for bem desenvolvido e incorporar informações positivas, o fato de o tomador ser um bom pagador pode contribuir para que seus próximos empréstimos sejam facilitados. Com isso, a instituição consegue reduzir a probabilidade de *default* por parte dos tomadores, já suas ações passam a valer alguma coisa, seja em termos de perdas ou de ganhos.

Outra opção que o banco possui é redigir cláusulas contratuais que incluam, por exemplo, a obrigatoriedade de auditoria a cada período ou no fim do contrato. A necessidade de auditoria

se daria, segundo Freixas e Rochet (1997), pela incapacidade de a instituição de verificar o estado da natureza realizado. A instituição pode optar também por ameaçar a quebra de contrato, caso o empréstimo seja renegociado a cada período distinto. Para os autores, como um tomador pode incorrer em riscos maiores do que os custos do credor, a renegociação é importante para manter a eficiência. Essas cláusulas são conhecidas como *covenants* e se configuram em uma forma de controle legal das ações do tomador. São os *convenants* que permitem que a instituição financeira renegocie o empréstimo de forma eficiente, incluindo cláusulas de cessão bem como de liquidação de garantias, caso seja necessário ou vantajoso.

Como afirma Borges (1999), *covenants* são cláusulas de obrigações “a fazer e não fazer” do tomador, que dinamizam e reduzem o risco para o credor. Para o autor, estes *covenants* devem ser aplicados concomitantes a garantias reais (ou colaterais), ou seja, deve ser complementado por outro elemento de não-preço, gerando maior eficiência. Assim, ao se colocar cláusulas no contrato com obrigações positivas, como exigências relativas a certas práticas de gestão, ou cláusulas com obrigações negativas, como limitações à liberdade de gestão ou imposição de penalidades, dá-se possibilidade ao credor de monitorar as ações do cliente, diminuindo o espaço para a ação oportunista.

Deste modo, aumentam-se os custos de contratar, já que o ato de desenhar contingências e de fornecer recursos (sejam eles físicos, monetários ou humanos) reflete-se diretamente nos custos de transação. Esses custos fazem-se necessários para que a alocação do mercado de crédito seja mais eficiente e os ganhos tornem-se maiores, pois o monitoramento reduz o risco de perda para a instituição financeira. Se, de um lado, o monitoramento aumenta os custos de transação, do outro, ele reduz a incerteza do ambiente.

Outra forma de incentivar o cumprimento de contratos é por meio da solicitação de um colateral. O colateral seria um ativo de propriedade do tomador que possuiria um valor monetário e que o tomador utilizaria como garantia do pagamento do empréstimo. Isto é, o tomador, ao colocar o ativo como colateral, garantiria que o empréstimo seria pago e, caso o tomador incorresse em *default*, a instituição receberia esse ativo como pagamento.

### *O Colateral*

A solicitação de colateral é o elemento de não-preço mais simples e mais utilizado nos diversos mercados de crédito. No entanto, ele possui papel um tanto controverso na literatura: enquanto alguns autores afirmam que ele está associado a maiores riscos, outros apontam o contrário, que ele reduz o risco do empréstimo. A função de monitoramento, porém, ainda é mesma, a partir do momento que o agente entrega um colateral em troca de um empréstimo, a ameaça de perda desse ativo funciona como uma ameaça de punição. Assim, em termos de monitoramento, isto é, em termos pós-contratuais, o colateral reduz o risco de comportamento oportunista do tomador.

Um ponto bastante discutido na literatura diz respeito a seu papel enquanto mecanismo de auto-seleção<sup>32</sup>. Por exemplo, Freixas e Rochet (1997) afirmam que a requisição de diferentes colaterais faz com que o tomador, ao escolher o montante de ativos a ser garantido, se “encaixe” em determinado grupo de risco, sinalizando seu tipo para a instituição financeira, ou seja, se é mais ou menos avesso ao risco bem como sua probabilidade de *default*. Deste modo, o colateral seria usado para selecionar, relacionando o tomador de alto risco a uma taxa de juros maior e nenhuma aplicação de colateral e o tomador de baixo risco a uma taxa de juros menor e com aplicação de colateral. Besanko e Thakor (1987) seguem a mesma lógica mostrando com seu modelo que o colateral é viável como mecanismo de seleção em um mercado competitivo<sup>33</sup>. Eles demonstram que tomadores mais arriscados pagam juros mais altos, mas não colocam nenhum colateral, gerando uma relação inversa. Isto porque o colateral seria mais oneroso aos agentes mais arriscados do que aos agentes menos arriscados.

---

<sup>32</sup> Freixas e Rochet (1997) analisam o tamanho do empréstimo como mecanismo de auto-seleção enquanto Jimenez e Saurina (2003) avaliam como essa variável e o prazo dos empréstimos impactam sobre a probabilidade de *default*. Os resultados de ambos os estudos são antagônicos, mostrando uma relação controversa na literatura e pouco clara. Para maiores informações ver Freixas e Rochet (1997) e Jimenez e Saurina (2003).

<sup>33</sup> Besanko e Thakor (1987) também afirmam que quando o tomador não possui colateral suficiente para pegar o empréstimo o fiador entra em ação. O fiador, ou co-assinante, é tido como um agente que sabe mais sobre as condições de pagamento do tomador do que o banco. Com isso, sua utilização melhora o estado de riqueza, o tomador toma crédito mais baixo e a necessidade de colateral pode ser menor, eliminando o racionamento de crédito. Não apenas isso, os autores também encontram que quando o tomador não possui todo o colateral, mas possui um fiador, o colateral requerido é menor do que quando ele possui riquezas e colateral suficiente.

Outro autor que estuda as relações de risco entre tomadores e empréstimos com garantia é Pozzolo (2005)<sup>34</sup>. No entanto, ele demonstra que a instituição financeira cobra taxas de juros mais altas em empréstimos assegurados por colaterais do que em empréstimos sem colateral. Ele afirma com isso que o colateral não é suficiente para anular o risco do empréstimo e que a instituição solicita garantias a tomadores que são considerados arriscados *ex ante*, indicando o papel de monitoramento do colateral ao invés do papel de auto-seleção.

Jimenez e Saurina (2003) argumentam que são basicamente duas as visões sobre o impacto de colateral sobre o risco do empréstimo. Uma visão diz que colaterais reduzem o risco, porque ele funciona como uma sinalização: pessoas propensas a cooperar estarão mais dispostas a dar um colateral maior, dado que elas são menos propensas ao risco e, portanto, possuem menor probabilidade de perdas. Além disso, pessoas propensas à cooperação estão mais dispostas a dar um colateral em troca de taxas mais baixas, isto é, o colateral seria uma forma de equilibrar os interesses, já que ambos estarão com a mesma disposição a não perder.

A segunda visão apontada por Jimenez e Saurina (2003) acredita que os melhores tomadores são aqueles que não precisam aplicar colateral porque seus riscos de crédito são menores. Isto aconteceria porque as instituições possuiriam menor incentivo para investigar, selecionar e monitorar os clientes, dada sua proteção via o colateral. Outra razão seria que homens de negócio, em geral, seriam otimistas e dispostos a entregar qualquer ativo em troca do empréstimo, uma vez que eles teriam certeza de que o projeto daria certo, no entanto, como eles seriam racionalmente limitados, esta avaliação de risco não necessariamente estaria correta. Os autores encontram evidências em seu modelo econométrico de que esta segunda visão estaria correta, ou seja, haveria um maior risco associado ao colateral, significando que as instituições solicitam colateral aos clientes que apresentam projetos de maior risco. Isto também pode sinalizar um relaxamento na fase de seleção.

---

<sup>34</sup> Pozzolo (2005) apresenta um modelo teórico simples e testa-o empiricamente para demonstrar que os bancos acham como escolha ótima solicitar garantias e, simultaneamente, cobrar taxas de juros mais altas para cobrir empréstimos com maiores riscos. O modelo teórico utiliza como pressuposto que o valor do colateral é diferente para o credor e para o devedor, embasado na noção de que os bens do devedor são mais valiosos para eles mesmos do que para outros. Isto significa dizer que o *trade-off* entre empréstimos com garantias e o pagamento de juros mais altos não é o mesmo para a instituição e para o tomador.

Já para Stiglitz e Weiss (1992), apesar de o colateral tornar o tomador menos propenso ao risco, ele possui um efeito adverso: misturar os tipos de tomadores. Para eles, indivíduos mais ricos estão mais dispostos a colocar mais colateral e também a se arriscar mais. Ou ainda, se o acúmulo de riquezas é resultante de risco e de sorte, os agentes que possuem esse perfil estarão mais dispostos a colocar mais colateral. O efeito ocorre na seleção, isto é, a instituição, quando solicita um colateral, não consegue identificar se aquele indivíduo é o que possui baixo risco ou o que está disposto a se arriscar mais.

Por fim, Igawa e Kanatas (199) assumem que alguns problemas de risco moral surgem da requisição de colateral, os quais são geralmente sub-valorizados no sentido de que o valor esperado do débito (do empréstimo) é menor do que o valor esperado do ativo (do colateral). Eles encontram em seu modelo econométrico que firmas com melhor qualidade de crédito obtêm empréstimos garantidos enquanto o resto obtém empréstimos não garantidos. Besanko e Thakor (1987), seguindo também a linha de Freixas e Rochet (1997), afirmam que, para que o empréstimo com colateral seja viabilizado, há que se avaliar o risco do colateral, seu valor e a volatilidade do processo estocástico seguido pelo preço do ativo. Assim, sua requisição representa um custo adicional à instituição financeira, que dependerá do tipo de ativo e de seu valor. Mesmo assim, um empréstimo com colateral, sempre terá taxas de juros mais baixas do que um empréstimo sem colateral, *ceteris paribus*, por ser mais seguro.

A discussão acerca do papel de colateral no mercado é extensa, sendo que há evidências que apontam para ambos os lados. Destarte, seria precipitado afirmar que o colateral se configura em um mecanismo que reduz incerteza no mercado. De tal modo, não se pode afirmar se o impacto sobre os custos de transação totais do mercado é negativo ou positivo: sabe-se somente que, para um indivíduo em especial, sua requisição tende a reduzir as taxas de juros (o preço) e, com isso, o custo da transação.

#### 3.4.4 O *Enforcement*



Um ponto em comum encontrado na literatura diz respeito à eficiência do *enforcement* enquanto fator que influencia o impacto do colateral no comportamento dos agentes. De nada adiantaria a assinatura de um contrato com colateral se ele não fosse válido do ponto de vista legal bem como se ele não fosse passível de execução. Não apenas isso, dependendo do quadro institucional existente, uma vez que há o *default*, as instituições financeiras podem ter grandes problemas em recuperar o capital emprestado, mesmo sendo solicitado o colateral.

Como contratos financeiros são meras promessas que não são auto-executáveis deve haver algum agente que “force” as partes do contrato a cumprirem o acordo caso elas não queiram cumpri-lo. Esse agente, ou terceira parte usualmente se figura em uma corte judicial, ou conselho, etc. Sua competência, no entanto, é limitada porque este agente também possui racionalidade limitada e oportunismo e, sobretudo, possui limitações quanto à verificação do estado da natureza ocorrido. Além disso, problemas com judiciário, corrupção, dificuldades no registro de bens, e problemas nos padrões contábeis fazem com que os problemas de assimetria se agravem nos mercados, aumentando riscos e até mesmo os custos de transação.

Nesse sentido, Freixas e Rochet (1997) expõem alguns modelos contratuais que englobam a hipótese da impossibilidade de verificação por uma terceira parte. Essa hipótese incentiva problemas de oportunismo, pois, quando a corte não consegue verificar o que realmente ocorreu, ela fica impossibilitada de julgar de forma eficiente. Como aponta os autores, havendo o financiamento do projeto e havendo a possibilidade do tomador agir estrategicamente para descumprir o acordo, cria-se um jogo de barganha entre os agentes que resulta em uma ineficiência alocativa de crédito, independente de qual dos dois possui maior poder de barganha.

Uma outra questão que interfere na redação e no cumprimento dos contratos de crédito quando o empréstimo é feito diz respeito às leis, pois o quadro institucional da sociedade pode ditar custos de transação envolvidos no processo. Por exemplo, a possibilidade de recuperação de crédito é de crucial importância para avaliar os riscos e custos envolvidos no mercado de crédito. Se o tomador não consegue cumprir suas obrigações, a instituição de crédito deve ter o direito de recuperar o montante investido em outras formas de ativos, se assim estiver no contrato. A

possibilidade de execução dos contratos deve ser real e o tempo de espera deve ser mínimo, caso contrário, os custos de transação aumentam.

Levine (1998) define a habilidade da instituição financeira de persuadir tomadores a pagar seus empréstimos como sendo o direito do credor, o qual pode ser maior (mais forte) ou menor (mais fraca). Ele afirma ainda que sistemas legais são diferentes quanto a muitas características, como em relação aos direitos da instituição financeira de retomar posse de colateral ou liquidar firmas em caso de *default*, além da classificação de prioridade no caso de recuperação de crédito de um *default* de uma firma.

Qian e Strahan (2005) afirmam que características como a maior ou menor proteção aos direitos do credor e aos direitos de propriedade, corrupção do governo, o funcionamento das cortes, desenvolvimento financeiro e econômico são importantes para o desenho de contratos privados<sup>35</sup>. Isto porque contratos privados refletem as diferenças de proteção legal ao credor e também a qualidade do “*enforcement*” do mercado. Ou seja, as leis e as instituições de um país interferem nos resultados do mercado de crédito.

Freixas e Rochet (1997) também defendem que o ambiente institucional é parte relevante da análise de crédito da instituição financeira. A avaliação de risco passa pelas várias características institucionais que um mercado possui como, por exemplo, se o mercado possui sistemas de compartilhamento de informações, o tipo de sistema que possui, se ele inclui *covenants* ou colateral em seus contratos, se os seus contratos são privados, se a corte ou a justiça é eficiente, etc. Existe ainda outro ponto a ser destacado, que são as leis. Como Qian e Strahan (2005) argumentam, o desenho da legislação das economias impacta fortemente sobre as características dos diversos mercados de crédito.

---

<sup>35</sup> Para apoiar suas afirmações, Qian e Strahan (2005) realizam testes econométricos e encontram que o direito do credor é provavelmente a característica de maior impacto e, quando o credor sabe que poderá tomar posse do colateral, ele dá o empréstimo a um preço mais baixo e por um período mais longo. Ainda, se as leis de direito ao credor forem mais fracas, isto é, se ele sabe que não conseguirá recuperar o crédito, ele primeiro reduz o prazo e depois utiliza formas de barganha. E não apenas isso, havendo ainda grande formalismo legal, os prazos são ainda menores e as taxas de juros maiores, pois o formalismo legal reduz a eficiência da corte e a torna mais lenta. Assim, os custos de contratos crescem, pois os agentes preferirão negociar de forma privada, aumentando o número de contingências e potencializando a barganha. Mostra-se com isso, que os custos do ambiente institucional se refletem na menor disposição a emprestar das instituições financeiras e em maiores gastos com negociações e barganha.

### *A origem legal*

A análise da legislação faz parte da compreensão do *enforcement* e uma das questões mais destacadas é a origem das leis, já que as restrições institucionais se acumulam ao longo do tempo. Como afirma North (2006) as instituições possuem trajetórias dependentes, isto é, o que elas são hoje é resultado do que elas eram no passado. Destarte, a origem de um sistema legislativo é relevante para a compreensão de como se formou um quadro institucional de determinada economia e, provavelmente, como poderá ser sua evolução.

Nesse sentido, La Porta *et al.* (1998) afirmam que as regras legais e a sua execução afetam sistematicamente as decisões dos agentes econômicos porque são as leis que dão aos agentes os direitos de propriedade. Segundo os autores, as leis não são criadas “do nada”, elas são transplantadas de outros países, ou seja, a maioria dos países possui leis descendentes de outros sistemas legislativos. Como eles próprios apontam: “[...] even though no two nations’ laws are exactly alike, some national legal systems are sufficiently similar in certain critical respects to permit classification of national legal systems into major families of law.” (LA PORTA *et al.*, 1998, p.1117).

Assim, La Porta *et al.* (1998) classificam as leis segundo alguns critérios como: o histórico e o desenvolvimento do sistema legal; teorias e hierarquias das fontes da lei; a metodologia do trabalho dos juristas nos sistemas legais; as características dos conceitos legais empregados pelos sistemas; as instituições legais do sistema e; as divisões de lei empregadas. Com base nessa metodologia, eles dividem as leis comerciais em duas grandes famílias: *Common Law* (Lei dos Comuns), de origem inglesa e a lei civil, de origem romana, sendo que na família da lei civil são separados três grupos de lei: lei germânica, francesa e escandinava.

Segundo La Porta *et al.* (1998), a lei civil é a mais antiga, mais influenciadora e mais difundida no mundo. Ela possui como origem a lei romana, utiliza estatutos e códigos como meio para organizar o material legal e dependem dos estudiosos jurídicos para formular e averiguar as

leis. Além disso, ela é dividida em lei francesa, germânica e escandinava. A lei francesa foi formulada em 1807 e inclui países como França, Bélgica, Países Baixos, parte da Polônia, Itália, África “abaixo” do Saara, Indochina, Oceania, Ilhas Caribenhas Francesas, Espanha, Portugal e, América Latina. Já a lei germânica foi desenhada em 1897, e inclui países como Alemanha, Áustria, República Tcheca, Eslováquia, Grécia, Hungria, Suíça, Iugoslávia, Japão e Coreia e Taiwan. Por fim, a lei escandinava consta como sendo a que menos se parece com a lei romana, não há consenso sobre sua data de formulação e inclui apenas os quatro países nórdicos: Finlândia, Suécia, Noruega e Dinamarca que, apesar de similares entre si, são bastante diferentes do resto do mundo.

Já a Common Law possui outra forma de ação. Ela é formada por juízes que resolvem disputas específicas e, para formular e averiguar leis, são utilizadas como base decisões jurídicas precedentes (ao contrário da Lei Civil que utiliza estudiosos jurídicos). Os países que se incluem nesse tipo de lei são: Reino Unido, Estados Unidos, Canadá, Austrália, Índia, etc.

Baseados no exposto acima, La Porta *et al.* (1998) examinam as diferentes estruturas de governança encontradas nos diversos países sob a ótica das leis. Ao testar um modelo econométrico com dados de 49 países, eles encontram alguns resultados interessantes. Primeiro que países com Lei Civil possuem direitos de credores mais fracos, independente do nível de renda *per capita*, e países que operam sob a Common Law fornecem os direitos de credores mais fortes.

Djavitk *et al.* (2005) também chegam ao resultado de que a origem legal é um determinante importante para ambos os direitos do credor. Como eles mesmos afirmam, segundo a literatura, uma das principais variáveis para a viabilidade do crédito privado, é o poder dos credores, o de forçar o pagamento de dívidas e obter rapidamente as garantias em caso de sinistro. A literatura acerca dos impactos que diferentes níveis de direito ao credor exercem no mercado de crédito é extensa e passa por vários pontos, como:

- a) *A influência sobre o desenvolvimento do mercado de crédito:* La Porta e Lopez-De-Silanes (2001) utilizam uma amostra de 49 países em que são analisados: o nível dos

direitos dos credores nos países, a qualidade de execução desses direitos e o tamanho dos mercados de crédito. Países guiados pela lei inglesa são os que possuem maior grau de proteção ao credor e os que têm a lei francesa como base são os que possuem menor grau. Em relação à execução dos direitos do credor e à qualidade de padrões contábeis, os países com origem legislativa escandinava se encontram em primeiro lugar, sendo os países com leis francesas os últimos. Os autores mostram com isso que os diferentes níveis de desenvolvimento dos mercados de crédito dos países podem ser explicados pelo nível de proteção ao credor, determinado pela sua origem legal. Além deles, Djavonk *et al.* (2005) também investigam os determinantes de crédito privado nos diversos países e encontram que direitos dos credores mais fortes estão associados a um maior nível de desenvolvimento dos mercados de crédito privados. Eles também encontram que os benefícios de direitos dos credores mais fortes só são significantes nos países ricos, pois estes possuem sistemas legais mais desenvolvidos. Por fim, Levine (1998) encontra que direitos legais e a eficiência do *enforcement* explicam mais da metade das diferenças de desenvolvimento bancário entre os países, isto é, países que proporcionam melhores direitos aos credores possuem instituições financeiras mais desenvolvidas, sendo o contrário também verdadeiro.

- b) *A influência sobre o enforcement*: La Porta *et al.* (1998) encontram que leis mais fracas podem ser contrabalanceadas por *enforcements* mais fortes. Para analisar o *enforcement* nos países, os autores utilizam variáveis *proxies* como a eficiência do sistema judicial, a regra da lei, corrupção, risco de expropriação e possibilidade de ruptura contratual pelo governo. As duas primeiras se referem ao *enforcement* do sistema judicial e as três últimas se referem à atitude do governo em respeito a negócios. Em termos de *enforcement*, a qualidade é maior em países com lei de origem escandinava e germânica, seguida pela *Common Law* e a com a lei francesa sendo de pior qualidade. Eles mostram que o *enforcement* da lei difere marcadamente entre os países, sendo que sua qualidade varia com o nível de renda dos países.
- c) *Influência sobre sistemas de compartilhamento de informações*: Djavonk *et al.* (2005) encontram que a origem legal influencia também a existência de registros públicos de

crédito. Eles afirmam que diferentes tradições legais impõem diferentes formas de controle social dos negócios, com os países da Common Law enfatizando disputas privadas *ex post* (ou seja, maior proteção ao credor) e países da Lei Civil enfatizando sociedades públicas e regulação *ex ante* (menor proteção ao credor e maior busca por informações). Eles mostram que a possibilidade de dividir informação é uma das razões que faz com que o crédito privado seja mais desenvolvido em alguns países.

- d)** *A influência sobre o crescimento econômico:* Levine (1998) mostra que o tipo de sistema legislativo influencia o nível de desenvolvimento bancário. Ele também demonstra por meio de modelo econométrico que instituições financeiras podem influenciar níveis de renda *per capita* e a magnitude de flutuações cíclicas. Assim, Levine (1998) aponta que:

[...]the legal environment influences the banking sector and this component of banking-sector development is strongly linked with long-run rates of economic growth. (LEVINE, 1998, p. 610)

Nesse sentido, deixa-se claro que o ambiente institucional é uma grande fonte de custos de transação do mercado de crédito, destacando o papel da proteção legal ao credor enquanto facilitador da transação, visto que a atividade de crédito é relação ativo-específica. Além disso, mostra-se que ele permite o maior desenvolvimento do mercado de crédito, o que pode gerar maiores custos, porém reduzir incerteza e aumentar o volume de crédito transacionado.

Resumindo, custos de transação são afetados por uma série de características institucionais que vão desde a formação do contrato, passa pela pesquisa de informações que visem a formar uma base informacional e também mecanismos de monitoramento e também passa pela eficiência do *enforcement* enquanto modo de governança público, seja uma corte judicial ou apenas o ambiente institucional. Porém, uma vez que as características do mercado de crédito estão estabelecidas, entra em cena o papel das mudanças institucionais.

### **3.5 Mudanças Institucionais**

Como, quando e por que mudanças institucionais ocorrem no mercado, quem são os agentes dessas mudanças e com que objetivo eles as induzem e viabilizam. As respostas a essas questões tornam-se essenciais ao mercado de crédito, já que ele está inserido em um contexto dinâmico que é o sistema financeiro, que se confronta com constantes mudanças tecnológicas e reguladoras tanto em níveis nacionais como internacionais. Assim, a volatilidade e dinamismo das finanças se refletem nessas mudanças, modificando preços relativos e custos de transação. Por vezes as mudanças também podem ser realizadas visando a alterações para que haja a retenção privada de possíveis ganhos gerados pela mudança.

Pode-se afirmar que instituições financeiras (bancos, organizações, etc.) possuem, em geral, uma estrutura estável em que, tipicamente, a mudança institucional ocorre marginalmente tanto em relação às estruturas internas como externas (ambiente político). Como afirma North (1990), a estabilidade é uma necessidade quando se trata de instituições porque são elas que possibilitam as interações e relações entre indivíduos, ao reduzir incerteza. Tal relevância se dá com maior intensidade em mercados como o de crédito, em que a redução de incerteza é essencial para que haja transações. O papel de estabilidade institucional dentro de uma organização financeira torna-se, portanto, fundamental a concessões e recuperações de empréstimos ao longo do tempo e espaço.

Uma autora que se preocupa com a mudança institucional no mercado de crédito é Margaret Polski (2001). Ela analisa a relação existente entre custos de transação e mudanças institucionais, buscando descobrir a relação de causa e efeito. De fato, a literatura apresenta algumas hipóteses para a relação entre mudanças institucionais e custos de transação: a primeira diz que mudanças nos custos de transação induzem mudanças institucionais. Mas, como aponta Polski (2001), as próprias causas de existência e/ou de mudanças de custos de transação podem estar vinculadas a mudanças tecnológicas, preços relativos, como também a mudanças políticas. Assim, a autora infere mais uma hipótese: a de que mudanças institucionais causam mudanças nos custos de transação. Como terceira hipótese ela aponta para uma possível interação entre ambos, isto é, uma vez que se tem uma mudança institucional induzindo mudanças de custos de transação que por sua vez induzem a mais mudanças institucionais.

Polski (2001) ainda destaca o caráter de bem público de algumas atividades financeiras como a de criar moeda. E é nesse sentido que afirma que as instituições financeiras podem ser analisadas tanto pela ótica macroeconômica como microeconômica. Segundo a autora, no contexto de uma firma, isto é, no contexto microeconômico, as instituições são as regras que regulam o propósito da organização, a forma como está estruturada, sua produção e seu fornecimento de bens e serviços no mercado. Ainda, as leis e regras da organização são promulgadas por diretores ou conselheiros, que fabricam um regulamento interno e normas de conduta, etc.

Já no contexto de uma indústria, ou macroeconômico, as instituições têm a ver com a forma como as firmas se organizam para produzir e fornecer bens e produtos e como elas interagem entre si. Assim, instituições nesse caso são regras, estatutos, diretivas, regulação normativa e práticas comuns. Elas são feitas por oficiais eleitos ou corpo de diretores indicados por oficiais eleitos, e elas se sobrepõem a regras e regulamentos internos das organizações financeiras. Com isso, Polski (2001) afirma que bancos (instituições financeiras) podem mudar instituições tanto internamente no nível micro, mudando sua própria regulação, estatuto, estrutura, produtos, etc., como externamente, ao nível macro, induzindo a mudança no ambiente político.

Além disso, Polski (2001) também encontra forte relação entre o alinhamento das estruturas de governança com custos de transação enquanto embebidos em um ambiente institucional maior, sugerindo impacto do ambiente institucional nos resultados dos custos de transação. Essa relação segue a linha de Williamson (1985) que destaca o papel do ambiente institucional como fator capaz de intervir na organização econômica, impactando as decisões da estrutura de governança e os custos de transação. E, como ele próprio aponta, a estrutura de governança deve ser tal que se alinhe com as constantes mudanças institucionais, criando certa flexibilidade.

Apesar de os custos de transação estarem ligados inerentemente ao ambiente institucional, este se insere de forma diferenciada nos vários níveis de custos de transação apontados por Furubotn e Richter (2000). Nos custos de transação política, isto é, os custos de montar, manter



ou mudar uma organização política formal ou informal e também de executar políticas, o ambiente institucional macroeconômico é parte integrante de sua formação. Este ambiente evolui e se modifica, à medida que estes custos de transação política também o fazem, tornando o ambiente e a mudança institucional fatores endógenos, ou seja, se aceita o que Polski (2001) chama de relação interativa. Já o contexto institucional microeconômico a que se referem às regras internas das organizações, pode ser avaliado como fator exógeno aos custos de transação política, uma vez que eles não necessariamente possuem o mesmo grau de interação.

Já os custos de transação administrativos (custos de montar, manter e mudar um desenho organizacional e de execução) possuem relação distinta com o ambiente institucional macroeconômico: dificilmente estes custos de transação influenciarão de forma objetiva o ambiente institucional macroeconômico, sendo este dado como fator exógeno. Efeito diverso possui o ambiente microeconômico: ele está intrinsecamente ligado aos custos administrativos e possui forte relação de interatividade com os mesmos, configurando-se, portanto, em fator endógeno.

Por fim, na análise dos custos de transação *de mercado*, ou seja, custos de preparação, conclusão, monitoramento e execução de contratos, ambos os ambientes possuem papel exógeno. Pois os custos contratuais são reflexos do ambiente, tanto interno como externo, em que riscos, incertezas e contratos são avaliados e ajustados de acordo com a conjuntura dada.

Têm-se, destarte, diferentes papéis que o ambiente institucional possui no mercado de crédito. Portanto, o agente da mudança institucional no mercado de crédito pode ser externo e estar ligado ao ambiente político, como ser interno e estar ligado à própria formulação de regulamentos dentro do mercado. Como aponta Polski (2001), ao longo dos anos nos Estados Unidos da América, houve uma série de mudanças institucionais que coincidem e potencialmente interagem com mudanças nos custos de transação. Por exemplo, os bancos se reorganizaram, investiram em tecnologia de processamento de informações e sistema de *delivery*, aumentaram seus poderes por meio de mudanças nas regras de administração e fizeram grandes fusões e aquisições. Esses são exemplos de mudanças institucionais que viabilizaram a modernização do sistema financeiro, em que alterações nos custos de transação de administração (como mudança

de preços relativos devido ao desenvolvimento de processos de informação) levaram a mudanças institucionais microeconômicas e, uma vez que essas mudanças institucionais ocorreram, elas também induziram alterações nos custos de transação administrativos.

Agora, uma vez que ocorreu a mudança, todos os outros custos são impactados sejam negativamente, positivamente ou ainda de forma neutra. O importante é destacar que, mesmo que seja exógena, a mudança influencia os custos, distorce incentivos e pode gerar ganhos ou perdas ao mercado de crédito, via custos de transação. Nesse sentido, tem-se um ambiente institucional dado que muda ao longo do tempo, com as instituições financeiras se adaptando a essas mudanças e incorporando-as de forma a alterar os custos de transação.

Finaliza-se, desta forma, a construção do referencial teórico que embasará a análise do mercado de crédito brasileiro sob a ótica da Economia dos Custos de Transação. Este passo é realizado a seguir.

#### 4 O MERCADO DE CRÉDITO BRASILEIRO

Os capítulos anteriores buscaram mostrar como as instituições podem afetar mercados e comportamentos e, mais especificamente, como pode se dar essa relação no que se refere ao mercado de crédito. A importância de se fazer uma análise sobre os aspectos institucionais do mercado de crédito aparece à medida que as avaliações internacionais apontam o Brasil como um *outlier* em relação a taxas de juros cobradas pelas instituições financeiras e ao volume de crédito. Desta forma, faz-se *mister* a compreensão de como os custos de transação impactam e influenciam na tomada de decisão dos agentes que participam deste mercado para que o arcabouço institucional seja discutido e modificado, com o objetivo simples de reduzir custos de transação, melhorando, assim, os resultados.

Para compreender porque os resultados do mercado de crédito são tão importantes, alguns autores lançam mão de estudos que buscam ligá-los à economia real do país, demonstrando empiricamente a conexão teórica que existe entre crescimento econômico e desenvolvimento do sistema financeiro. Dentre muitos autores que objetivam encontrar esta ligação, estão Araújo e Dias (2006) que analisam a endogeneidade do setor financeiro em relação ao crescimento econômico e encontram, por meio da construção e estimação de um modelo econômico com quatro setores e com moeda neutra, que variáveis como as taxas de juros de empréstimos bancários, imposto inflacionário e reservas bancárias afetam de alguma forma o crescimento econômico<sup>36</sup>. Rocha e Nakane (2007), por outro lado, focam na direção da causalidade entre indicadores de sistema financeiro e de desenvolvimento econômico. Eles utilizam um modelo de dados em painel, em que inferem a existência de fortes evidências de que o sistema financeiro *granger-causa* o desenvolvimento econômico no Brasil.

Já um estudo do World Bank (2006) encontra evidências de que altas taxas de *spread* bancário possuem efeito adverso na economia real, argumentando que:

---

<sup>36</sup> Araújo e Dias (2006) destacam, dentre essas variáveis, o papel das reservas compulsórias enquanto variável exógena que afeta adversamente a economia, uma vez que um aumento de seu percentual gera aumento nas taxas de juros (porque o banco terá menos moeda para poder emprestar) o que, por sua vez, afeta negativamente, mas não de forma permanente o crescimento econômico.

This analysis supports the argument that high interest rates discourage some firms from applying for a bank loan, pushing them instead to use internal finance or alternative sources of external finance. Put differently, high interest rates are an impediment to viable firms' access to finance, as they discourage creditworthy firms from demanding a loan, which they would have obtained should they have applied for it. This has economic costs since firm growth is retarded when firms rely only on internal financing. (WORLD BANK, 2006, p. 78).

Por fim, Sobrinho (2003) também encontra fortes indícios da existência de um canal de crédito que ligaria o sistema financeiro à economia real por meio de políticas monetárias. Assim, uma vez que essa relação vai se estabelecendo, amplia-se a relevância do mercado de crédito sobre os resultados ótimos da economia do país. Esta seção visa a analisar alguns fatos estilizados acerca das características institucionais que podem estar afetando adversamente o mercado de crédito brasileiro.

## **4.1 Histórico**

Uma análise institucional do mercado de crédito brasileiro passa pela necessidade de contextualização, tanto das mudanças institucionais como das mudanças econômicas pelas quais passou o sistema financeiro do país. Para tanto, volta-se no tempo, mostrando o caráter de mutação e de constante busca por menores custos de transação no sistema financeiro do Brasil.

### **4.1.1 Período 1965 - 1994**

A história recente do Sistema Financeiro Nacional começa no período de 1964 e 1966, em que foi estabelecido um conjunto de leis e ferramentas que visavam à eficiência e execução de políticas monetárias. As reformas realizadas durante o governo ditatorial de Castelo Branco (1964-1967) tiveram por objetivo criar o ambiente institucional que viabilizasse o fortalecimento de uma economia de mercado no Brasil. Dentre as ferramentas estabelecidas, está a lei n° 4.595,

que criou em 31 de dezembro de 1964 o Conselho Monetário Nacional (estabelece diretrizes) e o Banco Central (executa diretrizes), e ficou conhecida como Reforma Bancária. A reforma bancária criou um novo quadro institucional em que as regras, as instituições e o próprio *enforcement* estavam modificados.

As mudanças institucionais do sistema financeiro nacional que ocorreram no período de 1964-67 centralizaram as atribuições de vários órgãos em apenas dois, o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central, retirando do Banco do Brasil o papel de executor e da SUMOC o papel de legislador. Segundo De Paula (1998), essas mudanças tinham como objetivo central a realização de poupança (criação do PIS/PASEP e do FGTS, espécie de poupança forçada) e a criação de instrumentos não-inflacionários para o financiamento do déficit público.

Em relação ao sistema bancário, De Paula (1998) aponta que a reforma bancária de 1965 teve por base o sistema bancário americano que era baseado na especialização e segmentação do mercado e que, no caso brasileiro, se deu pela especificação das funções das instituições e pela vinculação da captação de recursos a destinos específicos. Essa segmentação era dada de acordo com a maturidade tanto da captação como das operações de crédito. Assim, por exemplo, um banco comercial teria depósitos à vista em suas operações de captação, e teria crédito rural, ao consumidor e crédito de curto-termo para firmas em suas operações de crédito, já um banco de investimento captaria certificados de depósitos e emprestaria a longo termo. No entanto, conforme De Paula (1998), com o passar dos anos, essa segmentação não obteve o resultado esperado, já que a concentração do setor se deu via a criação de conglomerados financeiros com vários tipos de instituições financeiras que possuíam alguma conexão, as quais, na prática, se configuravam em uma única empresa que realizava todas as operações financeiras.

É então que em 1988 no advento da Reforma Constitucional, a legislação bancária mais uma vez é mudada. A Constituição Brasileira de 1988 desregulamentou o setor, retirando o caráter de segmentação e criando os bancos múltiplos que, segundo De Paula (1998), era baseado em bancos universais, do modelo alemão. Em 1988 foram também extintas as cartas-patentes tornando intransferíveis e inegociáveis as autorizações do funcionamento de bancos, que

passavam a ser concedidas mediante requerimento de capital mínimo, grau de alavancagem e critérios de idoneidade e competência de gestores.

A mudança institucional de 1988, nada mais foi do que a simples regulamentação do quadro que já havia se formado. Como afirma De Paula (1998), a criação dos bancos múltiplos foi a unificação de funções financeiras que, para terem autorização de funcionamento, tinham como obrigação ter pelo menos duas carteiras, sendo uma delas comercial ou de investimentos. Além disso, o autor registra que a reforma retirou dos bancos múltiplos a vinculação de recursos com destinos, a não ser as que já eram previstas por leis específicas. Assim, tem-se que em 1988 o ambiente institucional apenas se adaptou aos modos de governança existentes, regulamentando-os.

Em termos de estrutura de mercado, De Paula (1998) avalia que as mudanças de 1970 a meados de 1990 geraram aumento de tamanho dos bancos, de dimensão e da concentração bancária. Ele aponta ainda que, a partir de 1988, houve maior desconcentração, com proliferação de bancos e maior dinamismo, devido à criação de bancos múltiplos com autorização de funcionamento baseadas em carteiras de crédito<sup>37</sup>. Além disso, De Paula (1998) mostra que até 1994, a participação do sistema financeiro no PIB brasileiro era elevada, apontando a importância do setor para o país. Ainda, a participação de bancos do setor público no sistema bancário era grande, havia um sobre-dimensionamento do setor, resultante do elevado número de agências espalhadas nos municípios brasileiros, e o setor era altamente concentrado. Todas estas características foram dadas antes do Plano Real e se configuraram em uma adaptação do sistema às taxas de inflação.

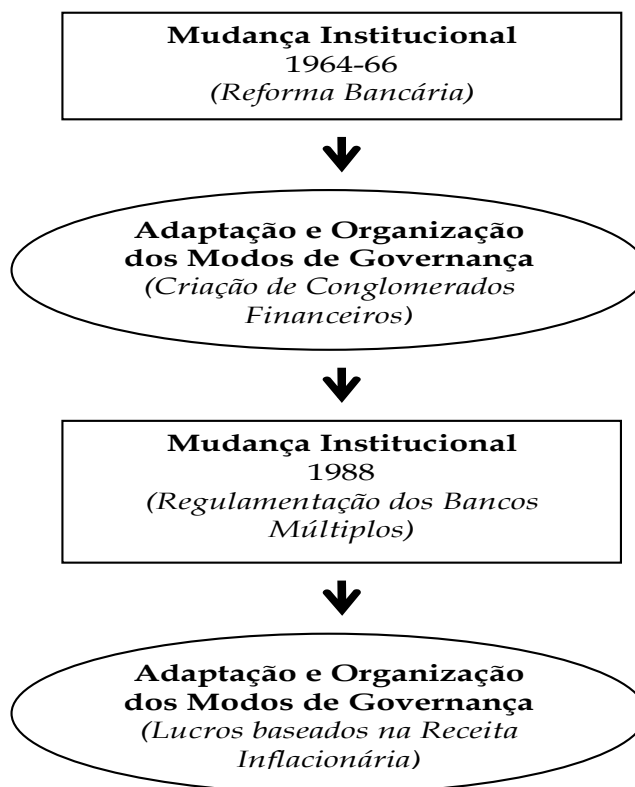
Assim, devido aos altos índices de inflação que prevaleciam no Brasil até 1994, os bancos e instituições financeiras da época concediam poucos empréstimos e quando concediam, em geral, eram os bancos públicos emprestando para o setor público. Segundo Vasconcelos *et al.* (2004), estes empréstimos eram principalmente de bancos públicos estaduais e eram utilizados

---

<sup>37</sup> Por outro lado, Almeida e Júnior (2007) afirmam que o processo de concentração bancária no Brasil começou justamente com a criação dos bancos múltiplos em 1988 e se acelerou em 1994 com a estabilização dos preços.

em grande parte para financiar o governo, que possuía desequilíbrio fiscal crescente e emitia papéis em condições adversas para ele e muito boas para os bancos.

Além disso, o sistema financeiro era voltado principalmente para a maximização da receita com *floating*. Segundo Soares (2001), o ganho com *floating* era apropriado pela perda do valor real dos depósitos à vista e pela correção dos depósitos bancários em valores abaixo da inflação. Como argumenta De Paula (1998), as receitas advindas do *floating* tornaram-se mais relevantes do que o crédito, uma vez que a alta inflação, além de incentivar este tipo de aplicação, gerava uma inibição da concessão de crédito por causa do ambiente instável que impossibilitava o alongamento de prazos. Nesse sentido, a oferta de crédito e seu mercado ficavam em segundo plano, apresentando pouco desenvolvimento. E, segundo Moura e Pinheiro (2001), os sistemas informacionais existentes no Brasil há várias décadas também apresentavam pouco desenvolvimento, mantendo essencialmente informações negativas, obtidas de cartórios, de associações de lojistas e do registro do Banco Central sobre cheques devolvidos. Esse quadro se estendeu até 1994. A FIGURA 9 ilustra os movimentos de mudança e adaptação institucional ocorridos no período.



**FIGURA 9 – Esquema de Mudanças Institucional 1965 – 1994**  
Fonte: Elaboração Própria.

#### 4.1.2 Período 1994 - 1999

Em 30 de junho de 1994 foi introduzida a terceira fase do plano de estabilização econômica chamado de Plano Real, que se configurou na implantação da nova moeda brasileira, o Real, e na âncora cambial, objetivando a manutenção de baixos níveis inflacionários. A redução das taxas de inflação após o Plano Real gerou uma mudança visível nos preços relativos do mercado financeiro e deu-se a necessidade de mudanças institucionais e reformas que visavam à sustentabilidade do sistema financeiro.



Concomitante a essa mudança de preços relativos, houve a adesão do sistema financeiro nacional ao Acordo da Basiléia em agosto de 1994, que pode ser vista como uma das mais importantes mudanças institucionais no período. Com essa adesão o padrão contábil do sistema financeiro foi compatibilizado às práticas internacionais, forçando as instituições financeiras a se adaptarem a novas regras e gerando a necessidade de re-configuração interna dos mesmos.

Ainda, enquanto Almeida e Júnior (2007) afirmam que o período 1994-1999 foi marcado por um processo de concentração bancária com a redução do número de instituições bancárias, De Paula (1998) distingue três fases pelas quais passou o sistema bancário: adaptação bancária no contexto de baixa inflação, com aumento da demanda por crédito e de tarifas; a consolidação do sistema com a crise do México e o PROER e a abertura do mercado com a entrada de bancos estrangeiros no país.

### *Adaptação*

Segundo Fucidji e Mendonça (2007), a primeira grande mudança comportamental dos bancos foi a adoção de uma postura mais agressiva em suas aplicações e no seu grau de alavancagem. Assim, com a quase extinção de sua principal fonte de receitas, os bancos passam a expandir o crédito. Os autores apontam que a expansão de crédito ocorreu mesmo com medidas governamentais introduzidas para evitá-la. Havia uma demanda reprimida por crédito que estava latente por duas décadas de alta inflação e que era suprida por empréstimos de curto prazo. Além disso, havia a confiança na expectativa da estabilização dos preços, que impulsionava os consumidores a ampliarem a demanda por bens duráveis por causa do aumento real do poder de compra dos salários.

Vasconcelos (2004) também afirma que, com a cessão dos ganhos advindos das receitas inflacionárias, os bancos passaram a expandir sua oferta de crédito com o intuito de compensar suas perdas e que, como a demanda por crédito estava bastante aquecida, esse resultado gerou um salto no volume das operações de crédito. Mas o autor ressalta que a reação a essa expansão se deu com o crescimento dos índices de inadimplência, já que os bancos não estavam preparados

para essa oferta, com análises de crédito ineficientes bem como sistemas de informações pouco desenvolvidos. Vasconcelos (2004) também aponta que devido a essa reação o mercado de crédito permaneceu em desequilíbrio, agravado em seguida pela crise mexicana de 1994.

Visivelmente, este é o período em que o mercado de crédito brasileiro passa por uma fase de reestruturação em busca de uma melhor adaptação ao novo quadro apresentado, de menor incerteza quanto aos preços e, portanto, menores custos de transação. Houve ainda necessidade de adaptação às novas regras do Acordo da Basiléia em agosto de 1994, que impôs um novo limite de capital exigível mínimo e limites para alavancagem, e que tornou o sistema bancário ainda mais frágil frente à queda ríspida de receita que os bancos sofreram devido à redução da inflação. A adaptação dessa nova realidade se deu por meio da expansão do crédito e do reajuste de cobrança de tarifas. Mas é com o advento da crise do México, que foi originada a ameaça de crise sistêmica e que mudanças institucionais foram postas em prática para defender o sistema financeiro.

### *Consolidação*

Segundo Fucidji e Mendonça (2007), a expansão do crédito teve curta duração por causa da crise mexicana no final de 1994, que reduziu os influxos de capital, gerando desequilíbrio ainda maior do balanço de pagamentos do país e forçou o Banco Central a aumentar a taxa de juros básica. O choque na taxa de juros, no entanto, apenas agravou a situação dos bancos, subindo ainda mais a inadimplência que, como consequência, fragilizou o sistema bancário e gerou a possibilidade de crise sistêmica. Além disso, em janeiro de 1995, o governo federal optou por restringir a política monetária, aumentando as reservas compulsórias e reduzindo a liquidez. Opção que Vasconcelos *et al* (2004) aponta como estopim que ocasionou uma série de problemas financeiros para as instituições financeiras que já vinham com um histórico ruim. Dessa forma, alguns grandes bancos se tornaram ilíquidos, problema que só foi solucionado com a intervenção do Banco Central.

Fucidji e Mendonça (2007) assinalam que o Banco Central ainda impôs um compulsório de 15% sobre os créditos concedidos devido à ineficácia da imposição de compulsórios apenas sobre os depósitos a vista e a prazo. Segundo os autores, a reação dos bancos foi de manter taxas de juros e *spreads* elevados, devido ao risco de liquidez e para compensar as perdas advindas da inadimplência (risco de crédito elevado). Com isto, os bancos, ao invés de emprestar, passam a comprar títulos públicos, preferindo a liquidez e se comportando de forma avessa ao risco<sup>38</sup>. Ainda, Fucidji e Mendonça (2007) assinalam que estas políticas restritivas também tornaram os bancos mais seletivos na oferta de crédito, ou seja, eles apontam para um possível racionamento de crédito por parte das instituições devido ao ambiente institucional adverso.

Para Vasconcelos *et al.* (2004), as autoridades monetárias, preocupadas com a possibilidade de crise sistêmica, criaram algumas medidas visando a evitar a maior fragilidade do sistema financeiro brasileiro e também a sua reestruturação e consolidação. Fucidji e Mendonça (2007) apontam para a criação do Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES)<sup>39</sup>, que passava o controle dos bancos estaduais para o governo federal para que os mesmos, posteriormente, fossem privatizados, e o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro (PROER), resolução 2.208 de 2/11/1995, que favorecia a mudança de controle dos bancos privados e se configurava em uma linha de crédito para o banco se recuperar. De Paula (1998) ainda aponta outros mecanismos como: incentivo fiscal, medida provisória n° 1.179 de 3/11/1995; aprovação do Fundo de Garantidor de Créditos, resolução 2.211 de 16/11/1995, que é uma garantia de até 20 mil reais para depositários, e; aprovação de uma lei que incentivava fusões e aquisições (resolução n° 2.212 de 16/11/1995).

---

<sup>38</sup> Segundo Soares (2001), a adesão ao Acordo da Basiléia em 1994 pode ter sido um dos fatores que levou os bancos a manterem seus ativos em títulos públicos. Isto porque, o acordo estabelecia limites de alavancagem, exigindo um montante de capital mínimo pra contrabalancear operações de risco, que eram diferentes para cada nível de risco. Nesses, os títulos do governo federal eram de risco zero e, portanto, de exigência mínima zero. Assim, segundo o autor, “[...] a limitação de os bancos comprarem títulos do governo federal passa a ser a sua capacidade de captar recursos a um custo inferior ao rendimento desses títulos.” (SOARES, 2001, p.31) Os bancos passaram, com isso, a optar por manter parte de suas carteiras em títulos do governo federal ao invés de incorrer em operações de risco como empréstimos que exigiam retenção de capital mínimo. Para o autor, esta prática fez com que as instituições financeiras passassem a ter perfil mais conservador em suas carteiras.

<sup>39</sup> Almeida e Júnior (2007) analisam o PROES como um processo de extinção de bancos de desenvolvimento estaduais, que foram incorporados por bancos múltiplos ou apenas que se reduziram a agências de fomento (para que não houvesse a completa cessão da concessão de crédito bem como de políticas de desenvolvimento e industriais e específicas dos estados).

Todas essas medidas objetivaram o fortalecimento do sistema bancário e, com elas, houve uma reestruturação dos modos de governança e das organizações, que tornou o quadro econômico mais confiável e menos incerto. Aliada a essas medidas estava a abertura do sistema ao capital estrangeiro, com vistas ao aumento de concorrência.

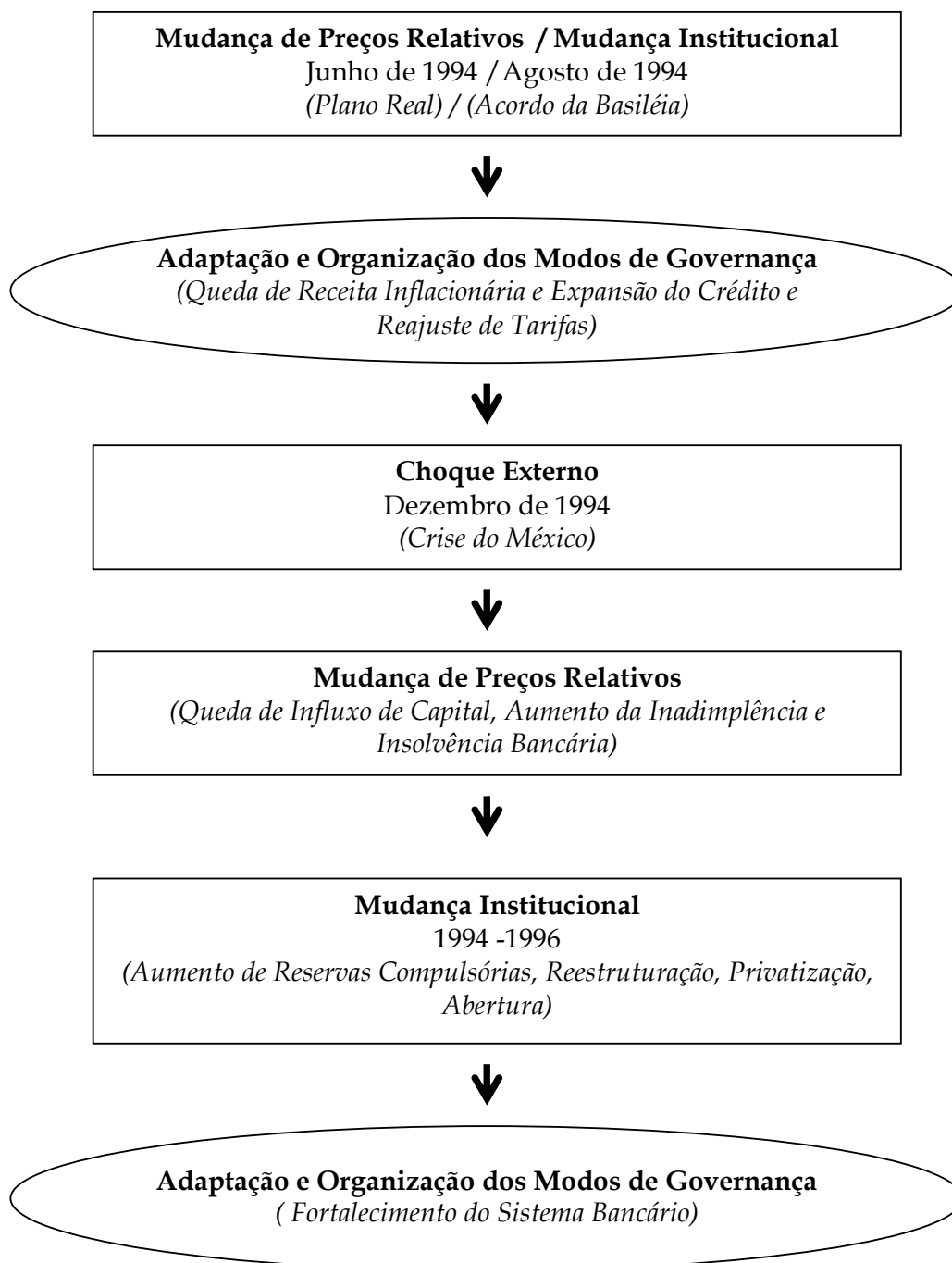
### *Abertura*

Fucidji e Mendonça (2007) apontam o PROER e o PROES como a via de entrada dos bancos estrangeiros no mercado por causa do incentivo à transferência de controle. Já De Paula (1998) diz que o governo ainda lançou mão da legislação de 1988 que dava abertura ao presidente do país de analisar caso a caso a entrada de bancos estrangeiros, responsável por gerar a ampliação do número de bancos estrangeiros no país, forçando as instituições financeiras a tornarem-se mais eficientes.

Fucidji e Mendonça (2007) também fazem menção à consolidação bancária internacional, com ampliação da atuação de grandes bancos nos mercados emergentes que utilizaram como estratégias a busca por operações de varejo (crédito ao consumidor) e as operações de bancos de investimentos (áreas corporativas). Já segundo Soares (2001), a adesão ao Acordo da Basileia foi importante ponto que facilitou a entrada de bancos estrangeiros, uma vez que, o acordo prevê a padronização contábil internacional<sup>40</sup>. A FIGURA 10 faz um resumo cronológico do período 1994-1999.

---

<sup>40</sup> O Acordo da Basileia foi realizado em 1988, porém o Brasil só aderiu em agosto de 1994 com a Resolução 2.099 do Banco Central do Brasil. A adesão ao Acordo buscou igualar as práticas financeiras brasileiras com as internacionais. Segundo Soares (2001), entre os objetivos do Acordo, um era de minimizar os riscos de insolvência por meio de redução nos riscos de insucesso das atividades bancárias (redução da alavancagem) e outro era de, com a igualdade de práticas internacionais, aumentar a competição bancária. Porém, adesão foi feita de forma incompleta em termos de padronização contábil e o Banco Central fez alterações freqüentes nas normas até 1998 o que fez com que este impacto negativo (advindo da exigibilidade de capital mínimo zero para títulos públicos, e positiva, para outras operações como crédito) tenha sido ampliado com a incerteza institucional, incentivando os bancos a manterem seus ativos em títulos públicos e não em empréstimos. Por fim, Soares (2001) conclui que as constantes mudanças de norma e as exigências desiguais podem ter tido efeito diferente daquele idealizado, limitando as operações de crédito.



**FIGURA 10 – Esquema de Mudança Institucional 1994 – 1999**

Fonte: Elaboração Própria

#### 4.1.3 Período 1999 – 2007

No fim de 1998, o sistema financeiro brasileiro passou por mais um choque externo originado na crise da Rússia que, mais uma vez desestabilizou o balanço financeiro e em janeiro de 1999 fez com o Banco Central substituísse a âncora cambial pelo sistema de metas de inflação, retirando o câmbio do controle governamental. Esta medida ocasionou uma desvalorização brusca do real e muitos bancos que possuíam ativos em dólar lucraram. Em janeiro de 1999, houve ainda redução de carga tributária, o que mais uma vez possibilitou a consolidação do sistema bancário. Almeida e Junior (2007) falam ainda da consolidação da concentração bancária no país por meio do aumento da participação de alguns grandes bancos na composição de ativos totais do sistema bancário brasileiro.

Assim, desde 1999, o Banco Central do Brasil, vem introduzindo mudanças institucionais incrementais em busca pelo aperfeiçoamento do mercado de crédito, focando o aumento da concorrência e a redução de custos de transação, com uma série de regras e resoluções implementadas para diminuir as assimetrias de informação.

Almeida e Júnior (2007) destacam a criação do Programa de Fortalecimento do Sistema Bancário Federal, em 2001, quando o Governo Federal (Tesouro Nacional) assumiu parte das dívidas de quatro bancos públicos (Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, Banco da Amazônia e Banco do Nordeste, sendo que nos últimos três também foram injetados recursos) de forma a consolidar o setor bancário público no país. Frascaroli *et al.* (2005) apontam para uma segunda fase das mudanças do Sistema Financeiro, em que a resolução nº 2.882 do Conselho Monetário Nacional de 2001 e a circular 3.057 do Banco Central estabelecem critérios para reduzir o nível de risco dos bancos. Antes da resolução, o risco final era assumido pelo Banco Central e os bancos utilizavam a máxima “maior risco, maior *spread*”. Com isso, o banco preferia emprestar para tomadores mais arriscados, pois, em caso de *default*, ele estaria coberto pela autoridade monetária, isto é, o prestador de última instância, e, caso o tomador pagasse, ele obteria maiores lucros.

Tem-se, portanto, a abertura do mercado, redução do risco dos bancos e o aumento da competição, que gera a busca pela maior eficiência bancária tanto em termos de produtividade, como de melhorias técnicas para captação, seleção, processamento e arquivamento de informações. Houve, desse modo, um avanço nos sistemas de informação e um aperfeiçoamento das avaliações e análises de risco de crédito e de gestão, reduzindo problemas informacionais, probabilidades de *default* e custos de transação. Como bem descrevem Vasconcelos *et al.* (2004):

Em síntese, desde 1994, com a redução das taxas de inflação, a queda das receitas inflacionárias, a ameaça de crises bancárias sistêmicas, as mudanças na legislação, regulação e supervisão bancária governamental, a liberalização controlada e internacionalização do mercado bancário, a privatização das instituições bancárias estaduais, entre outros fatos, vem avançando o processo de consolidação do setor bancário brasileiro. Até o momento, ele se desdobrou e se realimentou tanto pela entrada de bancos estrangeiros no país quanto pela reação dos grandes grupos bancários nacionais. (VASCONCELOS *et al.*, 2004, p.130).

## 4.2 Características Atuais

O mercado de crédito brasileiro atualmente é um mercado caro, pouco volumoso e de curto prazo em geral. Segundo dados do BACEN, a taxa média de juros das operações de crédito com recursos livres estava, em dezembro de 2007, em 43,94 % a.a., para pessoas físicas, e 22,88% a.a., para pessoas jurídicas, sendo que o *spread* bancário médio dessas operações ficava em 22,34%. Além disso, o prazo médio estava em 439,15 dias para pessoa física e 274,8 dias para pessoa jurídica e o percentual crédito total/PIB no mesmo mês estava em 34,7%, sendo que o país passava por um bom período econômico. Estes números apontam a quantidade reduzida e o preço alto do crédito, que caracteriza o mercado brasileiro como falho. Isto porque, se comparado a outros países como afirma Sobrinho (2003), a razão crédito/PIB no Brasil é baixa, o que aponta para uma possível subalocação do crédito no país.

Várias razões são apontadas por vários autores para explicar este resultado, como por exemplo, Cabral e Pinheiro (1998) afirmam que a relativa baixa proporção crédito/PIB e seu declínio são explicados pela contração de crédito ao setor público que se deu ao longo da década

de 1990, pela substituição do crédito bancário por outras formas de crédito, como cartões de crédito, títulos e créditos feitos direto ao setor varejista além da alta taxa de juros cobrada pelos bancos. Já Arcoverde (2002) aponta para a excessiva incerteza na projeção da curva de rendimentos da taxa de juros de longo prazo como um dos fatores que faz com que o crédito imobiliário, qualificado como crédito de longas maturidades, seja tão insuficiente no país.

Outro ponto constantemente levantado na literatura diz respeito à estrutura do mercado, caracterizado por uma alta concentração e poder de mercado dos bancos<sup>41</sup>. Fucidji e Mendonça (2007) afirmam que a entrada de bancos estrangeiros no país fez aumentar a concentração do setor. Vasconcelos *et al.* (2004) também encontram esse resultado, mostrando que, não apenas o mercado é fortemente concentrado como ele favorece a região Sudeste, apontando também para a existência de desigualdades no acesso ao crédito entre os estados. Almeida e Júnior (2007) também analisam a concentração, mais especificamente, eles avaliam os efeitos da concentração sobre a concessão de crédito entre o período de 1995 a 2004 nos vários estados e encontram indícios de que os bancos aumentaram o racionamento de crédito em vista do aumento de seu poder de mercado<sup>42</sup>.

Para se ter uma visão clara do mercado, a FIGURA 11 mostra como é a organização atual do mercado. Segundo o BACEN, em setembro de 2007, havia nas relações de operadores com

---

<sup>41</sup> Almeida e Júnior (2007) destacam duas visões sobre a consolidação do sistema bancário brasileiro. A primeira diz que o aumento da concentração é vista como ponto positivo uma vez que empresas menos eficientes caem fora, o que torna o mercado mais eficiente e, portanto, favorece o consumidor. Já a segunda diz respeito ao aumento de poder mercado que essa concentração leva, gerando a possibilidade dos bancos de aumentar seus lucros em detrimento do consumidor. Eles apontam que a partir de 1994, com a cessão da inflação alta, houve um movimento de redução de sedes por causa de fusões e aquisições bem como redução geográfica do número de agências. Eles argumentam que esse movimento de concentração se deu por alguns motivos: desregulamentação dos serviços financeiros; maior abertura do sistema bancário ao mercado internacional; avanços tecnológicos e mudanças na estratégia empresarial. Almeida e Júnior (2007) também destacam a existência de um *trade-off* entre estabilidade do sistema e competitividade: à medida que aumenta a concentração, o sistema fica mais estável, uma vez que os bancos melhoram sua eficiência informacional, e, por serem poucos, a fiscalização e o monitoramento é facilitado, reduzindo riscos e aumentando estabilidade. Por outro lado, a concentração reduz a competitividade do sistema.

<sup>42</sup> Almeida e Júnior (2007) argumentam que houve um processo de concentração bancária que começou em 1988 e que foi acelerado em 1994 com a estabilização dos preços, adesão ao Acordo da Basileia e o programa de privatização de bancos estaduais. Esse processo teria se realizado de duas formas: reorganização geográfica das agências e fusões e aquisições. Sendo que o processo de reorganização das agências começou pela necessidade dos bancos de cortarem custos devido ao fim da inflação e pelo abandono do governo da política de melhorar o acesso bancário dos municípios brasileiros. Adicionado a isso estava o processo de falência de vários bancos estaduais devido a sua utilização como rolagem de dívida.



captação de depósitos à vista: 134 bancos múltiplos<sup>43</sup>, 20 bancos comerciais<sup>44</sup>, 1 caixa econômica<sup>45</sup> e 1.465 cooperativas de crédito<sup>46</sup>.

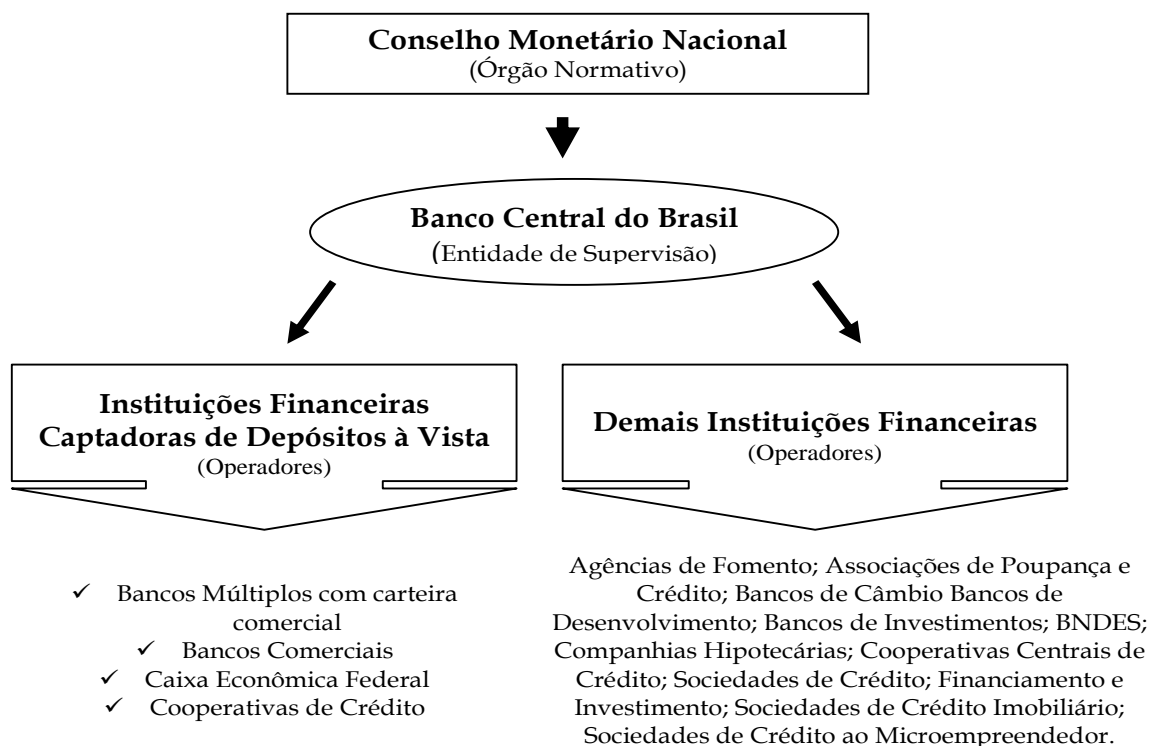
---

<sup>43</sup> Segundo BACEN, um banco múltiplo se caracteriza por “instituições financeiras privadas ou públicas que realizam as operações ativas, passivas e acessórias das diversas instituições financeiras, por intermédio das seguintes carteiras: comercial, de investimento e/ou de desenvolvimento, de crédito imobiliário, de arrendamento mercantil e de crédito, financiamento e investimento. [...] O banco múltiplo deve ser constituído com, no mínimo, duas carteiras, sendo uma delas, obrigatoriamente, comercial ou de investimento, e ser organizado sob a forma de sociedade anônima. As instituições com carteira comercial podem captar depósitos à vista”.

<sup>44</sup> Segundo BACEN, os bancos comerciais “são instituições financeiras privadas ou públicas que têm como objetivo principal proporcionar suprimento de recursos necessários para financiar, a curto e a médio prazos, o comércio, a indústria, as empresas prestadoras de serviços, as pessoas físicas e terceiros em geral. A captação de depósitos à vista, livremente movimentáveis, é atividade típica do banco comercial, o qual pode também captar depósitos a prazo.”.

<sup>45</sup> Segundo BACEN: “A Caixa Econômica Federal, criada em 1.861, está regulada pelo Decreto-Lei 759, de 12 de agosto de 1969, como empresa pública vinculada ao Ministério da Fazenda. Trata-se de instituição assemelhada aos bancos comerciais, podendo captar depósitos à vista, realizar operações ativas e efetuar prestação de serviços. Uma característica distintiva da Caixa é que ela prioriza a concessão de empréstimos e financiamentos a programas e projetos nas áreas de assistência social, saúde, educação, trabalho, transportes urbanos e esporte. Pode operar com crédito direto ao consumidor, financiando bens de consumo duráveis, emprestar sob garantia de penhor industrial e caução de títulos, bem como tem o monopólio do empréstimo sob penhor de bens pessoais e sob consignação e tem o monopólio da venda de bilhetes de loteria federal. Além de centralizar o recolhimento e posterior aplicação de todos os recursos oriundos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), integra o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) e o Sistema Financeiro da Habitação (SFH).”.

<sup>46</sup> Segundo o BACEN, as cooperativas de Crédito “Atuando tanto no setor rural quanto no urbano, as cooperativas de crédito podem se originar da associação de funcionários de uma mesma empresa ou grupo de empresas, de profissionais de determinado segmento, de empresários ou mesmo adotar a livre admissão de associados em uma área determinada de atuação, sob certas condições. Os eventuais lucros auferidos com suas operações - prestação de serviços e oferecimento de crédito aos cooperados - são repartidos entre os associados. As cooperativas de crédito devem adotar, obrigatoriamente, em sua denominação social, a expressão “Cooperativa”, vedada a utilização da palavra “Banco”. Devem possuir o número mínimo de vinte cooperados e adequar sua área de ação às possibilidades de reunião, controle, operações e prestações de serviços. Estão autorizadas a realizar operações de captação por meio de depósitos à vista e a prazo somente de associados, de empréstimos, repasses e refinanciamentos de outras entidades financeiras, e de doações. Podem conceder crédito, somente a associados, por meio de desconto de títulos, empréstimos, financiamentos, e realizar aplicação de recursos no mercado financeiro”.



**FIGURA 11 – Organização do Sistema Financeiro Nacional**

Fonte: Elaboração própria, baseado em BACEN.

Das demais instituições financeiras havia: 12 agências de fomento; 4 bancos de desenvolvimento; 17 bancos de investimentos; 6 companhias hipotecárias; 53 sociedades de crédito, financiamento e investimento; 18 sociedades de crédito imobiliário e associações de poupança e empréstimos e; 54 sociedades de crédito ao microempreendedor. A concentração bancária no Brasil pode ser vista até pelo número de agências, quando em setembro de 2007, das 18.308 agências espalhadas no país, 85,6% eram de propriedade de apenas 8 bancos múltiplos. Sendo que, como apontado por Vasconcelos *et al.* (2004), o número de agências influencia o acesso ao crédito nos estados brasileiros. E o mesmo ponto de vista pode ser transferido para as instituições financeiras: quanto maior o número de agências maior a probabilidade da mesma de conceder empréstimos.

Quanto ao acesso ao crédito, Kumar (2005) admite que, apesar do aumento da concentração bancária no país, esse movimento não significou uma redução das concessões de

crédito. Ele reconhece ainda a importância de mecanismos institucionais como fatores que influenciariam o acesso ao crédito. Em outro estudo, Kumar e Francisco (2005) investigam a importância de algumas características para o acesso ao crédito empresarial no Brasil: o tamanho, desempenho e o tipo de indústria, a localização e o nível educacional da administração das empresas. Como principal resultado os autores encontram que o tamanho da firma afeta fortemente o acesso ao crédito se comparado com o desempenho, sendo que essa relação é fortalecida quando o empréstimo é de longo prazo.

Securato (2007) aponta alguns elementos da análise de crédito que são úteis para identificar os fatores que influenciam o acesso ao crédito: caráter (que seria a identificação da idoneidade do tomador de crédito), as condições da conjuntura econômica (fatores externos que poderiam influenciar positivamente ou negativamente), a capacidade de pagamento do empréstimo (em termos de análise da eficiência dos gestores), o capital (bens e recursos possuídos) e o colateral (as garantias). Destarte, quando o banco busca essas informações, ele cria um *score* para o cliente, avaliando o risco da concessão do empréstimo. As instituições financeiras podem obter tais informações tanto internamente, com o histórico de relacionamento com o cliente, como externamente, por meio dos *Bureaus* de Informação de Créditos (BICs).

Mas, como apontam Moura e Pinheiro (2001), o alto índice de sonegação fiscal (más práticas contábeis) e a fragilidade contábil fazem com que as informações relevantes na análise crédito sejam, em sua maioria, ou privativas da instituição financeira ou desconhecidas pela mesma, implicando num papel limitado dos BICs. Tal situação, segundo os autores, fragmenta o mercado de crédito brasileiro em três segmentos que diferem em respeito ao tamanho do empréstimo e à quantidade de informações necessárias: o mercado de varejo, *Middle-Market* e o segmento de mercado que engloba grandes corporações nacionais e estrangeiras. No entanto, Securato (2007) afirma que a segmentação começa na divisão do crédito para o setor público e setor privado, sendo essa a primeira divisão por tipo de cliente que o mercado brasileiro realiza. Somente após esta identificação que a segmentação por tamanho de empréstimo é realizada.

Assim, analisando essa segunda segmentação, Moura e Pinheiro (2001) notam que o mercado de varejo é caracterizado por um alto número de solicitações, taxas de juros altas, valor

do empréstimo pequeno e a decisão do crédito é baseada nas informações negativas dos clientes (ou seja, neste ponto se utiliza muito os BICs). Já o *Middle-Market* é baseado em informações coletadas internamente (relacionamento contínuo), alto número de solicitações, taxas de juros altas, o valor do empréstimo é maior e a complexidade da operação também. Por fim, no terceiro mercado, com grandes empresas, o número de solicitações é baixo, as informações são de conhecimento público, o valor do empréstimo é alto e as taxas de juros são mais baixas relativamente aos outros segmentos. No entanto, Moura e Pinheiro (2001) demonstram que essa segmentação não afeta o volume de crédito ou sua qualidade.

Além dessa segmentação, os bancos possuem modalidades de crédito diferenciadas e que são classificadas em grupos como: recursos livres e recursos direcionados, *leasing* e setor público.

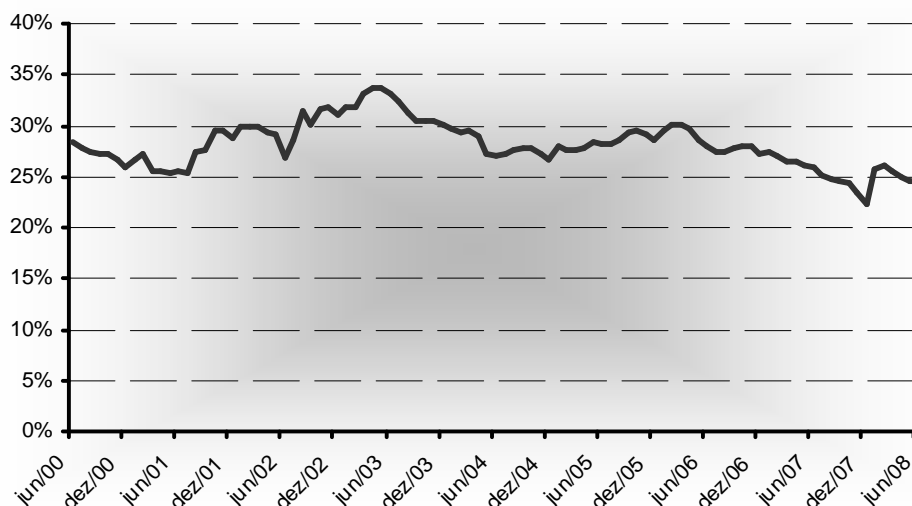
Os recursos livres são divididos em setor doméstico e recursos externos. No setor doméstico os créditos são direcionados para pessoa jurídica e pessoa física, as modalidades de crédito para pessoas jurídicas são: desconto de duplicatas, capital de giro, conta garantida, aquisição de bens, *vendor*. Para pessoa física tem-se: cheque especial, crédito pessoal, aquisição de bens - veículos, aquisição de outros bens. Nos recursos externos tem-se a divisão entre os valores em reais por dólar e valores em dólares. Por fim, na categoria de recursos direcionados tem-se a modalidade de crédito habitacional, rural e os empréstimos do BNDES. No setor público tem-se a divisão por nível federal, nível estadual e municipal.

Segundo, Borges e Júnior (2001), a análise de crédito no Brasil passa por três fases simultâneas: uma onde o objetivo é saber se o postulante tem intenção de pagar a dívida, outra é quantificar o nível de geração de caixa (ou de renda) para saber se o tomador poderá honrar seus compromissos e, por fim, obter um colateral para repagar o crédito concedido. Como apontado acima, Securato (2007) ainda destaca as condições econômicas do mercado (macro e *mesoeconômicas*) e a quantidade de ativos, mesmo que não “colateralizados”, que o indivíduo possui.

Com isso, pode-se inferir que havendo informações insuficientes e pouca qualidade das mesmas, as instituições financeiras acabam por avaliar o risco do crédito de forma pouco precisa, com alto grau de incerteza e alta taxa de probabilidade de *default*. Esta situação leva a uma cobrança maior de taxas de juros e de *spread* bancário, ou seja, com o aumento dos custos de transação advindos da incerteza institucional e informacional a que o mercado está sujeito, leva a elevados preços e a baixas quantidades de crédito, como já verificado neste estudo.

#### 4.2.1 O *Spread* Bancário

Como nesse estudo entende-se que o *spread* bancário se configura nos custos de transação totais do mercado, a compreensão de seu comportamento faz-se relevante. Como mostra a FIGURA 12, o *spread* bancário é elevado, mas aparentemente vem caindo ao longo dos anos, mostrando que pode estar havendo algum aprimoramento nos custos de transação totais do mercado.



**FIGURA 12 - Evolução do *Spread* Médio Mensal das operações de crédito com recursos livres referenciais para taxas de juros (%) - junho de 2000 a dezembro de 2007 – Brasil**  
 Fonte de dados brutos: Banco Central do Brasil

Vários são os estudos e tentativas utilizadas para explicar o valor alto das taxas de juros e do *spread* bancário. Dentre as várias hipóteses está o estudo de Cabral e Pinheiro (1998) em que afirmam que as taxas de juros são altas assim como o *spread* por causa dos impostos que sobrecarregam os empréstimos, da baixa produtividade do setor bancário (relativamente a outros países) e pela alta taxa de inadimplência que os bancos se deparam. Desta forma, eles identificam fatores institucionais, como a inadimplência (probabilidade de *default*), e fatores econômicos, como eficiência bancária e intervenção do governo por meio de impostos.

Oreiro *et al.* (2006) também discutem os determinantes do *spread* bancário no Brasil, mostrando que fatores macroeconômicos são importantes para sua determinação. Eles utilizam um modelo de regressão para determinar quais são esses fatores no período 1994/2003 e mostram que os principais determinantes macroeconômicos do *spread* bancário no Brasil são: a volatilidade da taxa de juros (risco de juros), o nível da taxa *Selic* e o produto industrial.

Já Bignotto e Rodrigues (2006) encontram uma relação positiva entre o *spread* e os riscos de juros e de crédito bem como de custos administrativos. Deste modo, os autores inferem que bancos que teriam maior perda em sua carteira devido a uma variação na taxa de juros (risco de juros) cobram *spreads* maiores, assim como bancos com carteira de crédito mais arriscada (risco de crédito) também cobram maiores *spreads*. Por fim, bancos com custos administrativos maiores cobram maiores *spreads*, o que significa que parte dos custos administrativos é repassada aos tomadores.

Ainda, Costa e Nakane (2004) demonstram que a inadimplência responde por parte expressiva do *spread* bancário (19,98% do total), reflexo da incerteza do ambiente institucional, que possui falhas de *enforcement*, e gera problemas de perigo moral e seleção adversa, afetando negativamente as taxas de juros de empréstimos. Além da inadimplência, os autores ainda mostram que custos administrativos bem como a cunha fiscal possuem grande peso na determinação do *spread* bancário, como mostra a TABELA 1. No estudo dirigido pelo World Bank (2006), essa relação dos custos administrativos é também encontrada, mostrando que eles realmente são relevantes, sendo que as hipóteses para explicar seu alto valor dizem respeito à ineficiência do mercado bancário e aos possíveis custos de “se fazer negócios bancários” no

Brasil (como por exemplo, a constante necessidade de aprimorar contratos, etc.). Além disso, estudo do World Bank (2006) também mostra que a inadimplência é um dos componentes do *spread*, o que seria um reflexo de fatores microeconômicos que influenciam o mesmo.

**TABELA 1 - Decomposição do *Spread* Bancário por Fatores de Custo - Proporções (%) - Dezembro de 2003 –**

<b>Custo do FGC</b>	<b>0,24%</b>
<b>Custo Total do Compulsório</b>	<b>5,04%</b>
Custo do Compulsório de Depósito à Vista	5,46%
Custo do Compulsório de Depósito à Prazo	-0,42%
<b>Custo Administrativo</b>	<b>26,37%</b>
<b>Cunha Tributária</b>	<b>20,81%</b>
Impostos Indiretos	7,85%
Impostos Diretos	12,96%
<b>Inadimplência</b>	<b>19,98%</b>
<b>Resíduo do Banco</b>	<b>27,56%</b>

Fonte: COSTA e NAKANE, 2004, seção III.6. - Resultados

Já o estudo do World Bank (2006) analisa os fatores que mantêm o *spread* bancário tão alto no Brasil, que segundo eles, é um *outlier* no que concerne o *spread* entre outros 146 países estudados, com a sua média estando acima de 30%. Assim, eles dividem os fatores entre macroeconômicos e microeconômicos.

Primeiro, o estudo do World Bank (2006) mostra que fatores macroeconômicos têm grande papel na decisão do *spread* bancário, com a *Selic* possuindo uma relação não-linear com as taxas de *spread*. Eles afirmam que os fatores macroeconômicos relevantes são aqueles que influenciam a taxa *Selic*, sendo um deles a dívida pública. Segundo, o artigo aponta alguns fatores microeconômicos que influenciam o *spread* como: alto custo de impostos, alto custo administrativo e a fraqueza dos contratos bancários.

Segundo o World Bank (2006), em relação ao *enforcement* de contratos, o artigo destaca que, em termos de legislação, o país não se destaca como sendo um *outlier* e está dentro da comparação internacional em relação às dimensões de proteção legal. O problema, segundo o artigo, diz respeito à demora e aos custos do judiciário, que são muito elevados. Ainda, informações detalhadas sobre empréstimos mostram uma dispersão de taxas muito alta entre

clientes, o que sugere um fraco ambiente contratual e informacional. Essas informações também mostraram relevância nas relações de empréstimo: quanto mais longa a relação do cliente com o banco melhores as condições do empréstimo.

### 4.3 Características Institucionais

Assim, pode-se notar que os estudos e investigações sobre o *spread* bancário no Brasil necessariamente passam pelos apontamentos de falhas institucionais como fatores relevantes para a explicação do elevado patamar a que esta taxa se encontra. Estes resultados apenas vão de encontro com a hipótese do estudo de que os custos de transação *de mercado* influenciam o mercado de crédito brasileiro. É nesse sentido que se passa a analisar o ambiente institucional do mercado. Alguns pontos importantes que se sobressaem à análise brasileira serão destacados: o papel do monitoramento, que inclui os sistemas de informação e o papel do *enforcement*, isto é, da justiça e da legislação, em que está inserido o crédito consignado e a lei de falências.

As próximas subseções têm o intuito de mostrar que existem falhas institucionais relevantes no país, que se configuram em fontes de custos de transação *de mercado* no mercado de crédito brasileiro. A primeira das hipóteses diz respeito ao problema das assimetrias de informação, que se dá de ambos os lados, isto é, tanto o credor é mal informado, como o devedor. Assim, enquanto a instituição financeira cobra altas taxas de juros e oferta baixo crédito devido à sua impossibilidade de identificar com precisão o tipo do cliente, este, por sua vez, por desconhecer como se dá a precificação do crédito e bem como o preço dos concorrentes, aceita qualquer nível de taxa de juros bem como qualquer valor empréstimo. O banco utiliza essa deficiência informacional do mercado aumentando seu risco, porém, extraindo renda dos tomadores. Essa seria a primeira fonte de custos de transação relevante para o mercado de crédito brasileiro.



Uma segunda fonte seria a falha do *enforcement*, isto é, do judiciário enquanto mecanismo garantidor dos direitos de propriedade. Como afirma Pinheiro (2003), os principais problemas do judiciário dizem respeito a sua morosidade (o tempo que os processos levam para serem resolvidos), ao seu alto custo judicial (que reduz a possibilidade de acesso ao judiciário e que aumenta com a lentidão do mesmo), e a sua imprevisibilidade (a incerteza quanto ao resultado do julgamento, que pode focar a justiça social acima dos direitos de propriedade, revelando um caráter de absoluta incerteza quanto à recuperação de créditos). Assim, o problema do *enforcement* é um segundo fator que influencia e aumenta os custos de transação *de mercado* do mercado de crédito brasileiro.

Uma terceira fonte seriam os problemas advindos dos custos de redigir um contrato, devido às ineficiências do judiciário. Morosidade, altos custos e excessiva burocracia fazem-se presente na redação de um contrato de empréstimo, o que acaba por refletir, mais uma vez, os custos de transação *de mercado*, que torna o crédito ainda mais caro e menos volumoso. A seguir, serão apresentadas as características que moldam o quadro institucional que embasa as transações do mercado de crédito.

#### 4.3.1 O Monitoramento: O papel da Informação

Quando Chu e Schechtman (2003) analisam a assimetria de informações pelo lado do tomador (cliente), os autores apontam para a falta de clareza (ou transparência) na precificação do crédito como um dos componentes que entram no cálculo de custos de informação do tomador, já que ele ainda encontra diferentes taxas no mercado mesmo havendo a divulgação das taxas de juros cobradas dos bancos<sup>47</sup>. Visto que a precificação se dá de acordo com o perfil do tomador, gera-se uma incerteza sobre a taxa de juros que será cobrada.

---

<sup>47</sup> Desde outubro de 1999 o Banco Central do Brasil divulga em seu site as taxas de juros de operações de crédito realizadas com recursos livres.

Por outro lado, quando Chu e Schechtman (2003) analisam pelo lado do credor, encontram dois tipos de informações: negativa, que piora o *score* de crédito do cliente e aumenta o *spread*, e positiva, que melhora o *score* do tomador e diminui o *spread* cobrado. Os autores apontam que informações negativas são utilizadas como forma de incentivo para o tomador ser adimplente, pois se o ele não cumprir o acordo, o sistema corta suas possibilidades de financiamento. No Brasil, esse tipo de informação é amplamente difundido. Já as informações positivas, geralmente, não são compartilhadas, pois permitem que o banco extraia renda em cima do monopólio informacional que possui sobre os dados positivos do cliente. Uma vez que não há esse compartilhamento de informações positivas, segundo os autores, duas implicações ocorrem: primeiro, cria-se custos de troca de bancos e, segundo, o banco extrai essa renda informacional do cliente.

Moura e Pinheiro (2001), que também analisam as assimetrias de informação interbancárias e suas conseqüências nos mercados de créditos, argumentam que é o alto índice de sonegação fiscal e a fragilidade contábil que fazem com que as informações relevantes na análise crédito sejam, em sua maioria, privativas do banco, o que ratifica a hipótese de monopólio de informações, do qual se extraem renda. Destarte, para Moura e Pinheiro (2001), informações geradas por relacionamentos bancários possuem grande valor para os credores, o que reflete em um alcance limitado dos sistemas de compartilhamento de informações no Brasil, gerando restrições às funções dos BICs, que por sua vez teriam como função principal o de manter informações negativas e fornecer bons *ratings* para tomadores seguros no setor corporativo.

Além disso, Moura e Pinheiro (2001) apontam para a segmentação do mercado como outro fator que limita a atuação dos sistemas de compartilhamento. Uma vez que o mercado é segmentado, cada tomador é analisado de forma diferente e a importância das informações negativas diminui à medida que o tamanho do empréstimo cresce. Isto é, em empréstimos para pequenas empresas e pessoas físicas essas informações são mais importantes, já no mercado médio e no mercado corporativo, as informações privativas que o banco adquire com o relacionamento continuado ganham maior importância para a concessão do empréstimo. Ou seja, à medida que aumenta o tamanho do empréstimo e tamanho do cliente, o monopólio das informações torna-se mais importante e consegue-se extrair maiores rendas. Assim, as

informações negativas ficariam relegadas aos clientes menores que representam para o banco menor potencial de lucros e menor importância relativa em sua carteira de crédito.

O estudo do World Bank (2006) sobre o crédito no Brasil ratifica esse padrão quando avalia a existência de diferentes taxas de juros entre as linhas de crédito, que para o estudo é fruto do risco de crédito tanto do cliente como do tipo do empréstimo, no sentido de que clientes melhores possuem linhas de crédito melhores. O papel do sistema informacional interno do banco estrutura essa relação em que, à medida que o banco conhece mais o cliente, pode-se ofertar melhores condições a ele, demonstrando a relevância do tempo de relacionamento para o banco. Destaca-se que a extração de renda não significa apenas cobrar maiores taxas, mas também oferecer maior quantidade de empréstimos, tanto em termos de tamanho e como em termos de frequência, o que poderia não ocorrer havendo pouco tempo de relacionamento ou reduzidos níveis de informação.

### *Sistemas de Informação*

No entanto, apesar do papel limitado dos sistemas de compartilhamento de informações negativas para determinadas linhas de crédito, os BICs ainda são de fundamental importância para o acesso ao crédito de pequenos tomadores, como pessoas físicas e pequenas e médias firmas. Desta forma e como destacam Cabral e Pinheiro (1998), é a existência de sistemas de informação e monitoramento que tornam algumas operações de crédito possíveis no Brasil. Isto porque, dada a ineficiência do judiciário, os agentes econômicos desenvolveram outras formas de contrato buscando criar uma base segura para a operação. Os autores classificam dois tipos de instituições de monitoramento: os *Bureaus* de Informação de Crédito (BICs) privados, Agências de Crédito e bancos de dados público e; um segundo tipo de monitoramento que diz respeito à pressão do pares.

Cabral de Pinheiro (1998) apontam para a importância do BICs e dos bancos de cadastro público na redução dos maus pagadores de forma *ex ante* e na redução da inadimplência *ex post*. Como principais BICs brasileiros, os autores destacam: Cadastro de Cheques sem Fundo,

Cadastro de Inadimplência (Cadin), Serviço de Proteção ao Crédito, e agências privadas: Serasa e Segurança ao Crédito e Informações (SCI – atualmente Equifax). Seus serviços são de emissão de certidão negativa, em que:

- *Cadastro de Cheques sem Fundo*: gera informações sobre cheques devolvidos; os registros são armazenados por 5 anos. É um banco de dados público.
- *Cadin – Cadastro de Inadimplência*: gera informações de inadimplência relacionadas ou não a atividade *creditícia*, é utilizada mais comumente para checar inadimplência fiscal (dívidas com a Receita Federal, e outros órgãos públicos). É um banco de dados público..
- *SPC – Serviço de Proteção ao Crédito*: é uma instituição sem fins lucrativos, organizada pelo Clube de Diretores Lojistas (CDL) e possui âmbito municipal. Gera informações de inadimplência somente sobre pessoas físicas. Registros são armazenados por 5 anos e o nome sai do cadastro mediante pagamento da dívida. Qualquer membro do CDL tem acesso. É um BIC privado.
- *SIAC - Sistema Integrado de Anotações Comerciais*: é semelhante ao SPC, também organizada pelo CDL, e se refere a pessoas jurídicas. É um BIC privado.
- *Serasa*: é uma agência de crédito que coleta e vende informações. As informações são coletadas de outros bancos de dados como Banco Central, SPC, cartórios públicos e diretamente dos bancos associados. É um BIC privado.
- *SCI – Segurança de Crédito e Informações*: não possui relação de reciprocidade, ou seja, as informações podem ser obtidas sem que haja a obrigação de fornecer outra informação em troca. É um BIC privado.
- *Agências de cobrança*: são utilizadas de forma *ex pos*, para cobrar a dívida do tomador. É uma agência privada.

Cabral e Pinheiro (1998) também fazem menção à pressão dos pares, que nada mais é do que a utilização do capital social como forma de garantir o pagamento. Dentro dessa categoria estão tanto as cooperativas de crédito, que se configuram em um grupo de indivíduos que levanta fundos pra emprestar aos seus e cada individuo monitora um ao outro para o pagamento da

dívida, como o microcrédito com aval, em que a pessoa que concede o aval irá monitorar o tomador de forma a incentivar que ele pague a dívida.

Apesar de parte de a literatura admitir o papel limitado que os BICs possuem no mercado de crédito brasileiro, desde 1997 vem ocorrendo uma mudança institucional importante: a criação da Central de Risco de Crédito, que se configurava em um cadastro de informações sobre operações de crédito acima de R\$ 50 mil, e que atualmente é denominado Sistema de Informações de Crédito (SRC) com informações sobre operações acima de R\$ 5 mil. A SRC é o mais próximo de um banco de cadastro com informações positivas que o Brasil possui<sup>48</sup>. A SRC é um banco de dados públicos, organizado pelo Banco Central. Schechtman (2006) afirma que a provisão de informações da SRC complementa as informações do setor privado que as instituições financeiras já possuem além de dar subsídios a uma avaliação mais acurada da probabilidade de *default*. Ela auxilia na identificação de tomadores (bons e ruins) e no gerenciamento e monitoramento do risco das carteiras de crédito das instituições financeiras.

Ainda, Schechtman (2006) examina a qualidade das informações de crédito advindas do SRC no tocante ao seu papel sobre a elaboração de modelos de previsão de *default*. Isto é, avalia o poder de previsão dos modelos de probabilidade de *default* sob as informações da SRC e mostra que a capacidade de previsão utilizando informações compartilhadas melhora sensivelmente, sendo que esta melhoria se dá tanto em níveis agregados, ou seja, para todo o sistema financeiro, como para níveis individuais, isto é, para os bancos. A disponibilidade de compartilhar informações ainda aumenta a competitividade das instituições financeiras no longo prazo. Além disso, o autor também demonstra que um modelo completo de previsão de probabilidade de *default* (que inclua informações não-negativas) reduz as taxas de inadimplência *ex post* e aumenta a oferta de crédito. A utilização de informações não-negativas “[...] refina o colateral-reputacional dos tomadores [...]” (SCHECHTMAN, 2006, p. 23), isto é, cria incentivos para que o tomador não apenas pague seu empréstimo como também utilize estas informações como fonte de captação de recursos.

---

<sup>48</sup> Em 1997 o limite inferior para a declaração de operações era de R\$ 50 mil, em outubro de 1999 este valor foi reduzido para R\$ 20 mil e foi somente em janeiro de 2001 que o valor mínimo para a identificação de clientes no sistema foi reduzido para R\$ 5 mil. Em 2004, um novo modelo de SCR foi implementado para melhorar e agilizar todo o processo.

Portanto, pode-se afirmar que sistemas de informação no país parecem ser fundamentais para o funcionamento do mercado de crédito. Enquanto os estudos de Moura e Pinheiro (2001) e de Cabral e Pinheiro (1998) mostram como os sistemas de compartilhamentos de informações negativas possuem papel mais relevante para pequenos empréstimos e pequenos clientes, o estudo de Schechtman (2006) mostra a relevância do cadastro de informações positivas para empréstimos grandes e clientes grandes. Desta forma e como bem demonstra Schechtman (2006), o compartilhamento de informações, sejam positivas ou negativas, impacta positivamente sobre a redução do risco do crédito e sobre o aumento da oferta que, segundo autor, se dá pelo aprimoramento dos modelos de previsão de *default*. Este resultado mostra a relevância que deve ser dada à redução da assimetria de informações, pois esta diminui a incerteza informacional e, portanto, os custos de transação *de mercado* que encarecem e reduzem o crédito no Brasil.

#### 4.3.2 O *Enforcement* - A Justiça

Pode-se afirmar, então, que havendo redução da incerteza informacional, reduz-se também a incerteza institucional. Porém, como vários estudos apontam, a fraca estrutura institucional que o país possui dificulta a melhoria dos resultados de mercado. Diversos estudos apontam para problemas e falhas que o *enforcement* brasileiro possui, no tocante à justiça bem como legislação brasileira, como fonte de altos custos de transação em todos os mercados e, particularmente, no mercado de crédito.

Os efeitos do *enforcement* sobre a economia brasileira são avaliados por Pinheiro (2001), ao analisar os canais pelos quais o desempenho do judiciário afeta o comportamento dos agentes. O autor aponta a importância da reforma do judiciário, pelo seu papel de garantidor de direitos de propriedade e execução de contratos<sup>49</sup>. Ele afirma que instituições (órgãos) são relevantes em mercados que não possuem um estado forte e, principalmente, em mercados que possuem

---

<sup>49</sup> Laeven e Majnoni (2003) argumentam que um dos pontos importantes das reformas judiciário diz respeito à melhoria impulsionada pelas reformas no clima de investimentos por meio da transparência e eficiência judicial, frutos de melhor proteção ao credor e julgamentos mais rápidos. Isto acaba por reduzir incertezas e, portanto, melhora as perspectivas de investimentos.

contratos intertemporais, como de infra-estrutura e de crédito, sendo que uma dessas instituições (órgãos) é o judiciário. Além disso, Pinheiro (2001) nota que, apesar de seu papel claro sobre a economia, a magnitude da eficiência do judiciário não é tão clara e depende tanto da existência de instituições (órgãos) que possam substituí-lo (e de sua eficiência) como também da complexidade da economia em questão, pois, se ela não possui transações muito complexas, seu sistema judiciário será relativamente simples<sup>50</sup>.

Ainda, Pinheiro (2001) argumenta que um judiciário ineficiente leva a resultados econômicos ineficientes, sendo o caso do mercado de crédito brasileiro que, ao desconsiderar essa instituição devido à lentidão do sistema, seus custos e sua imprevisibilidade, incorpora gastos financeiros e de risco no *spread*, além de incorrer em altos custos administrativos que são também incorporados no *spread*. Isto é, o mercado de crédito brasileiro é um caso típico de uma economia com altos custos de transação devido à ineficiência institucional. Em uma pesquisa realizada pelo autor, quatro categorias de avaliação são selecionadas – agilidade, previsibilidade, imparcialidade e custo de acesso – para medir a eficiência do judiciário no Brasil. Estas categorias foram escolhidas, pois, *ex ante*, elas são consideradas nas tomadas de decisão, sejam de produção, de investimento ou de contratos e, *ex post*, elas influenciam o comportamento dos agentes em recorrer ou não à justiça frente a outros organismos de solução privada. Como resultado, Pinheiro (2001) encontra que o principal problema da justiça brasileira é a falta de agilidade seguida dos altos custos de acesso.

Já em outro estudo, Pinheiro (2003) apresenta os resultados de uma pesquisa realizada juntos aos magistrados brasileiros e, como principal resultado, ele mostra que os empresários e magistrados enxergam os mesmos problemas, porém em graus diferenciados. Em média os magistrados avaliaram de regular a bom o desempenho do judiciário enquanto os empresários avaliaram de forma negativa. Ambos os grupos apontam os principais problemas na seguinte

---

<sup>50</sup> Pinheiro (2001) também comenta o risco de expropriação por parte do judiciário, visto que esse, enquanto agente econômico, também possui racionalidade limitada e está sujeito a se comportar de forma oportunista. Outro ponto que o autor expõe diz respeito a seu papel de “estabilizador” de políticas e regras, de forma a manter as instituições um tanto confiáveis e não muito voláteis.

ordem: falta de agilidade (morosidade); alto custo de acesso; falta de previsibilidade (incerteza); e imparcialidade (melhor avaliada).

Como Pinheiro (2001) afirma, a falta de agilidade do judiciário brasileiro gera a possibilidade de acordos extrajudiciais: os agentes buscam soluções privadas por meio de instituições privadas de forma a contornar o problema da morosidade. Com isso, eles utilizam essa falha para agirem de forma oportunista, uma vez que, enquanto eles não são obrigados a cumprir o contrato que está na justiça, eles podem negociar o acordo privado. Ratificando essa visão, em Pinheiro (2003), dentre as causas apontadas para a morosidade pelos magistrados, está o grande número de casos que ingressam com processos com o objetivo simples de se beneficiar da falta de agilidade da justiça (fato muito freqüente na área tributária, de empréstimos, de aluguéis e disputas comerciais e trabalhistas, segundo o autor). Questões relacionadas à justiça, como falta de recursos, legislação, atuação de juízes e outros agentes, seriam um segundo fator para a lentidão.

Já em relação à falta de previsibilidade, a pesquisa de Pinheiro (2003) destaca dois fatores: a “judicialização de conflitos políticos” e a “politização do Judiciário”. Sendo o primeiro, apesar de menos freqüente e restrito aos tribunais superiores, a transferência ao judiciário de deveres que caberiam à política resolver, que se daria devido à fragmentação de opiniões e partidos. Já o segundo seria “a politização do judiciário”, que diz respeito à incorporação de crenças e posições políticas na tomada de decisão judicial, sendo muito comum a busca pela proteção ao trabalhador ou a grupos sociais mais fracos ou pequenos. O autor salienta a significativa participação deste segundo fator no mercado de crédito, ou seja, há uma influência do posicionamento dos juízes na economia (politização ou não-neutralidade dos magistrados), sendo que o mercado de crédito é o mais afetado na esfera de disputas comerciais.

Não apenas isso, Pinheiro (2003) ainda fala no “papel social” do juiz, que seria aplicação da justiça social acima do cumprimento dos contratos, como outro fator que contribui para a imprevisibilidade judicial<sup>51</sup>. Segundo ele, a não-neutralidade do judiciário impacta na economia,

---

<sup>51</sup> Outro estudo que destaca o papel de imprevisibilidade da justiça é Arida *et al.* (2004), em que os autores apontam para a reforma constitucional de 1988 como uma ação que piorou ainda mais a incerteza jurisdicional



gerando maior incerteza e menor “valor” aos contratos, que podem não ser respeitados e, ao buscar a proteção do mais fraco, os magistrados tomam um posicionamento que pode levar a uma deterioração dos termos de troca (sabendo que o mais fraco será protegido, aumenta-se o prêmio de risco ao se transacionar com este). Assim, como aponta Pinheiro (2003):

Resulta dessas duas pesquisas [apresentadas no artigo] uma conclusão importante, a de que o magistrado brasileiro não acredita que cabe ao Judiciário ser neutro na aplicação da lei, não se identificando com o papel clássico que se supõe ser o de um juiz em um sistema de civil law, o de intérprete de um direito produzido pelo poder legislativo. Pelo contrário, o magistrado brasileiro acredita majoritariamente que também é seu papel “produzir” o direito. Em particular, o magistrado acredita que esse papel envolve atuar de forma a produzir justiça social, ainda que apenas uma minoria acredite que esse objetivo deve ser perseguido com sacrifício da estrita aplicação da lei. É, não obstante, uma minoria bastante significativa e, portanto, representativa. (PINHEIRO, 2003, p. 8).

Os estudos de Pinheiro (2001, 2003) mostram três características do sistema judiciário brasileiro que influenciam de forma negativa a economia, como ambos os estudos apontam: a morosidade, os altos custos de acesso e a falta de previsibilidade. Elas impactam sobre o mercado de crédito, tornando-o mais caro por meio da inclusão de um prêmio de risco na precificação dos empréstimos. Como dito anteriormente, o mercado de crédito utiliza contratos como meios de transação, que são incompletos. Se o sistema que provê a ordem a e lei em um país, demora para resolver uma questão judicial, gera custos elevados, não respeita a redação de contratos e não reconhece seu valor legal, ele simplesmente não irá exercer seu papel de garantidor dos direitos de propriedade, gerará, com isso, incerteza institucional, de forma a criar incentivos para o comportamento oportunista e também para a elevação dos custos de transação. Nesse sentido, pode-se afirmar que, uma vez que o judiciário brasileiro sofre de tais problemas, ele cria resultados econômicos ineficientes também para o mercado de crédito, devido aos altos custos de transação *de mercado*, que pode levar, possivelmente, ao racionamento de crédito.

### ***O Sistema Judiciário Brasileiro e o Mercado de Crédito***

---

brasileira: “Jurisdictional uncertainty worsened after the 1988 Constitution introduced the possibility of changes in the interpretative emphasis between conflicting constitutional principles, particularly the subordination of private property to its social function. The Constitution of 1988 is a striking example of how the paternalistic attempt to substitute the government for the market in the allocation of long-term resources aggravates jurisdictional uncertainty.” (ARIDA ET AL., 2004, p. 07).

Assim, ratificando a análise de Pinheiro (2001, 2003), Kumar (2005) aponta para os mesmos aspectos negativos do *enforcement* brasileiro, que interpreta como obstáculos ao acesso ao crédito no Brasil. No entanto, para Kumar (2005), a morosidade advém do longo tempo que se leva para resolver uma questão judicial (permitindo inúmeros recursos) e do formalismo processual excessivo (que reduz o dinamismo e a rapidez de negociações). Já em relação à imparcialidade e imprevisibilidade, ele aponta para o viés pró-devedor, que reduz o direito do credor e gera incerteza, e também destaca a possibilidade de corrupção e de diferenças interestaduais de qualidade do judiciário. O autor ainda afirma que esses aspectos negativos são responsáveis pela existência de um mercado de crédito pouco volumoso e caro, devido à necessidade de se confiar mais nas informações para a concessão dos empréstimos e de se incluir as perdas financeiras de contratos não auto-executáveis na precificação da taxa de juros.

Outro estudo que avalia os impactos do sistema judiciário brasileiro sobre o mercado de crédito é Cabral e Pinheiro (1998), que realiza uma pesquisa que utiliza a desigualdade no desenvolvimento do mercado de crédito brasileiro entre os estados brasileiros como função do desempenho desigual do judiciário nessas regiões, ou seja, a qualidade de execução judicial não seria igual em todos os estados, com alguns refletindo maior incerteza jurisdicional. Os autores encontram como principal resultado uma forte relação entre o judiciário e o mercado de crédito, tendo a ineficiência judicial impacto fortemente negativo sobre o volume de operações de crédito.

Ainda, Costa e Mello (2006) realizam um exercício mostrando como algumas decisões judiciais influenciam de forma negativa o mercado. Eles relacionam uma decisão judicial de junho de 2004 em que o pagamento de empréstimo direto sobre a folha de salários foi considerado ilegal (no caso específico) a algumas variáveis de decisão bancária e mostram que houve aumento da taxa de juros, redução das operações de crédito e de percepção de risco, sendo que a decisão não aniquilou os empréstimos consignados apenas piorou os termos de troca, reduzindo sua expansão. Com isso, os autores conseguem isolar o impacto sobre os resultados do mercado de uma decisão judicial contrária, que pode ser analisada como uma aproximação do que os autores chamam acima de imprevisibilidade ou incerteza jurisdicional.

Já Arida *et al.* (2004) utilizam a incerteza jurisdicional para explicar a inexistência de um mercado de crédito de longo prazo no Brasil. Segundo eles, o risco de quebra de contrato (imprevisibilidade da justiça) é um ponto de instabilidade no mercado de crédito que dá pouca credibilidade para gerar um mercado de longo prazo. A evidência para utilizar a incerteza jurisdicional como fator que repercute no mercado de crédito de longo prazo se encontra na constatação de que firmas brasileiras conseguem empréstimos de longo prazo apenas no exterior, mesmo que o referido banco tenha filial no Brasil. Ou seja, a uma determinada maturidade, a única possibilidade de crédito é sob jurisdição internacional. Com isso, se uma firma não consegue empréstimo de longo prazo pela jurisdição brasileira, mas consegue pela americana, mesmo que pelo mesmo banco, a razão para a inexistência do mercado de crédito de longo prazo no Brasil só pode estar relacionada à jurisdição brasileira. Ainda, Arida *et al.* (2004) colocam um viés anti-credor na incerteza jurisdicional brasileira, que seria o risco de mudança do valor do contrato antes ou no momento de sua execução e o risco da interpretação do contrato ser desfavorável ao credor.

Pode-se inferir, então, que há uma relação positiva entre o aumento de eficiência do judiciário brasileiro e o mercado de crédito, o que vai ao encontro do exercício realizado por Laeven e Majnoni (2003) em seu estudo *cross-section* entre 106 países, em que a redução de incerteza judicial e, portanto, o aprimoramento da eficiência do judiciário, resultaria em um barateamento do custo do crédito nos diversos países por meio de uma redução da taxa de *spread* bancário. Sendo o *enforcement* um dos componentes dos custos de transação *de mercado*, esses estudos apenas demonstram o impacto negativo que um *enforcement* ineficiente gera sobre o mercado de crédito, reduzindo sua quantidade ótima e gerando racionamento em empréstimos de longo prazo.

### ***A Recuperação de Créditos***

Os aspectos analisados do judiciário – morosidade, custo judicial e imprevisibilidade – dizem respeito, em sua maioria, aos custos gerados pela oportunidade, que se cria a partir da concessão do crédito, de o agente tomador do empréstimo agir de forma oportunista e entrar em *default*, isto é, não cumprir com sua obrigação, optando por não pagar o empréstimo. Como apontado anteriormente, as instituições financeiras buscam formas para se proteger de tal possibilidade, sendo uma delas os sistemas de informação, que buscam resolver os problemas de assimetria de informação e de oportunismo de forma *ex ante*. Porém, as instituições financeiras também utilizam ferramentas para recuperar o crédito concedido, uma vez que o *default* ocorre.

Deste modo, o papel da cobertura por meio de colaterais é uma dessas ferramentas no mercado de crédito brasileiro. As garantias solicitadas pela instituição financeira podem ser de dois tipos: garantias reais e garantias pessoais. As garantias reais são aquelas que incidem sobre um bem ou coisa específica, sendo as mais usadas: a hipoteca, o penhor e a alienação fiduciária. As garantias pessoais incidem sobre o patrimônio dos coobrigados, sem determinação expressa sobre um bem específico. A relevância dos colaterais no Brasil pode ser vista em Cabral e Pinheiro (1998, p. 17) em que as taxas de juros anuais variavam entre 38% e 60% para empréstimos pessoais com garantias reais, 38% e 90% com “outras garantias” e 75% e 269% sem garantias. Para empresas essas taxas variavam entre 28,5% e 77% para empréstimos com garantias (ambos os tipos) e 28,5% e 197% sem garantias. Porém, as garantias tradicionais não atendem com total eficácia sua função de recuperação de créditos, mesmo sendo-o em acordos extrajudiciais. Isto se dá porque o credor não pode apropriar-se diretamente da garantia em caso de inadimplência<sup>52</sup>. Assim, se o credor quiser recuperar o crédito por meio da apropriação de garantias, ele deverá entrar com ações junto a um tribunal para cobrar a dívida.

Mas, como afirma Kumar (2005), no Brasil, a batalha judicial é fortemente evitada para pequenos empréstimos, devido à morosidade e incerteza da justiça, sendo utilizadas negociações extrajudiciais. Assim, segundo Cabral e Pinheiro (1998) a primeira via de recuperação de crédito de uma instituição financeira se configura nos acordos extrajudiciais, em que o banco, ao ter um empréstimo atrasado em mais de 180 dias transfere o empréstimo para a rubrica “crédito em

---

<sup>52</sup> Segundo Cabral e Pinheiro (1998), apenas no caso de hipoteca imobiliária e operações de crédito com alienação de fiduciária que o credor terá essa opção.

liquidação”. O banco então cobra multas e juros elevados, aumentando o valor da dívida rapidamente e consideravelmente e, logo após isso, buscam o contato com o devedor, oferecendo grandes descontos, com o intuito de receber pelo menos o valor emprestado. Conforme Cabral e Pinheiro (1998), geralmente, o banco recebe não mais do que 40% do valor em débito aberto. Assim, apenas no caso de falha desta cobrança extrajudicial que o banco opta por entrar judicialmente com a cobrança.

Como apontam Cabral e Pinheiro (1998), entrando com o pedido na justiça, o juiz então poderá aceitar a dívida como vencida e executável por meio de uma Ação de Conhecimento, e assim dará um prazo de 24 horas para o devedor honrar sua dívida ou oferecer ativos que possam ser penhorados. A garantia servirá apenas para facilitar tal aquisição, ou seja, sob o ponto de vista legal, não há muita diferença entre um empréstimo com garantia e sem garantia, mas ela serve para assegurar a existência de ativos para a recuperação do crédito, coisa que não acontece na segunda operação.

Por outro lado, segundo explicam Cabral e Pinheiro (1998), o tomador se defenderá utilizando desde uma Ação de Embargo a uma Ação de Execução em que o devedor usualmente argumenta a cobrança de taxas de juros abusivas, ou que um ativo não pode ser penhorado devido ao seu importante papel no funcionamento da firma, ou ainda a utilização de anatocismo (juros compostos) ou assinatura indevida. Todas essas ações contribuem para a já citada morosidade do sistema judiciário brasileiro. Mas, havendo a penhora e não havendo contestação, os bens são leiloados e a parte que cabe ao credor é restituída ou, caso não haja interesse, o ativo pode ser transferido ao credor.

Cabral e Pinheiro (1998) apontam outro caminho para as instituições financeiras brasileiras que seria a utilização de títulos de crédito auto-executáveis, em que os contratos ficam regulamentados por legislação específica, em que se garante que os papéis e a dívida tornam-se líquidos e certos, ou seja, o título dispensa a Ação de Conhecimento. Assim, em caso de *default*, deve-se notificar um cartório, solicitando o protesto e de lá sair direto com uma Ação de Execução. Porém, Kumar (2005) destaca que estes instrumentos de crédito auto-executáveis, apesar de comuns, são geralmente utilizados em empréstimos de maior porte.

Como a ação de execução e cobrança judicial depende fundamentalmente da existência de ativos, os bancos preferem dar empréstimos àqueles clientes que os possuem, solicitando, na abertura da conta, a inclusão dos ativos possuídos. Mas, Cabral e Pinheiro (1998) ainda mencionam como obstáculo, a venda dos ativos (pelo cliente) que foram utilizados como garantia durante a vigência do empréstimo. Segundo os autores, esta venda pode ser vista com um ato de má fé, porém, dificilmente é provada como tal, o que leva o banco a considerar a falta de previsibilidade do sistema judiciário.

Com toda essa explanação, Cabral e Pinheiro (1998) mostram que, apenas a Ação de Conhecimento, pode levar até 5 anos, e os embargos às Ações de Execuções podem ser solicitados até que acabem as chances de defesa, sendo que um embargo leva cerca de 6 meses apenas para ser julgado. Por fim, o devedor ainda pode recorrer a uma instância superior, ou seja, retardando mais uma vez a solução. Cabral e Pinheiro (1998) afirmam que um processo judicial pode levar de 1 a 10 anos para ser resolvido. Esta é a mesma constatação que Kumar (2005) faz, ao destacar a morosidade do judiciário brasileiro devido aos inúmeros recursos que o devedor pode ingressar. Deste modo, a opção de ir para os tribunais em caso de inadimplência implica em altos custos para as instituições financeiras como encargos de advogados e custos de tribunais. Portanto, as informações sobre o tomador tornam-se o centro da tomada de decisão sobre a concessão do empréstimo, já que a possibilidade de recuperação do crédito é cara e reduzida.

Cabral e Pinheiro (1998) ainda destacam a dificuldade de redação de um contrato de empréstimo. Kumar (2005) faz uma breve apresentação do registro de colateral que, dependendo do seu tipo, possui diferentes órgãos públicos e burocracias. Ele aponta que os custos do registro são fixados por lei e são caros, sendo que alguns registros possuem cobrança regressiva: quanto maior o valor do colateral, menor a taxa percentual de cobrança. Outro ponto destacado pelo autor, diz respeito à pesquisa por colaterais já registrados que pode levar, em São Paulo, até 5 dias úteis. Além do problema de registrar o colateral no local correto, do custo e da demora na verificação, há também excessiva requisição de documentos e demora em pequenos escritórios de registro (interior dos estados). Por fim, como afirmam Cabral e Pinheiro (1998), um contrato de empréstimo deve incluir com precisão todas as características e elementos que servem para

identificar os bens, sendo necessárias as assinaturas de mais duas testemunhas que, por vezes, são realizadas em cartório. Se isso não ocorrer, o contrato pode simplesmente não oferecer condições legais de cobrança, podendo ser estendido judicialmente por longo tempo por meio de recursos, e ainda por cima, pode levar a uma decisão contrária ao banco, forçando-o a pagar pelos custos judiciais.

Cabral e Pinheiro (1998) também destacam a ineficiência da lei de falências brasileira (de 1945 em vigor até 2003) que retirava o interesse do banco de solicitar a falência de uma empresa inadimplente porque a prioridade dos créditos era fiscal e trabalhista, e mesmo as garantias reais ficavam relegadas à segundo plano. Em geral, as dívidas fiscais e trabalhistas são as primeiras a não serem pagas por não influenciarem diretamente no funcionamento da empresa, pois não entram nos registros de informações negativas. Assim, quando a empresa passava a não pagar dívidas de empréstimo, geralmente, ela já possuía considerável dívida fiscal e trabalhista e o banco preferia ajudar o devedor a resolver suas dificuldades, oferecendo parcelamentos e descontos, mais uma vez, buscando acordos extrajudiciais, evitando uma ação judicial contra a empresa. Esta situação era agravada porque, como aponta Kumar (2005), tribunais de pequenas causas não podem ser acessados por pessoa jurídica (no caso, pela instituição financeira), retirando do banco a possibilidade de decisões mais rápidas.

Araújo e Lundberg (2003) defendem a relevância de uma lei de falências eficiente que possa expandir o mercado de crédito afetando o crescimento econômico, além de promover o equilíbrio entre devedores e credores, aumentando o bem-estar. Ainda, uma lei bem estruturada reduz o número de falências de empresas, que poderiam voltar a ser viáveis economicamente. A relevância de uma lei de falências eficiente está na redução das incertezas frente à recuperação de crédito, que levaria a maior oferta de crédito e diminuição de taxas de juros.

Segundo Costa (2004), até 2003, a lei de falências brasileira possuía pouca flexibilidade para a recuperação da empresa e baixa proteção ao credor<sup>53</sup>. No entanto, o Projeto de Lei

---

<sup>53</sup> Somente em 14 de dezembro de 2004, foi aprovada na Câmara dos Deputados a Nova Lei de Falências, Lei nº. 11.101, que regula a recuperação judicial, extrajudicial e falência da sociedade empresária ou do empresário e

4.376/93 aprovado em outubro de 2003 avançou na recuperação de empresas ao possibilitar ao credor uma participação mais direta e substituir o instituto da concordata pelo instituto da recuperação – judicial ou extrajudicial. Araújo e Lundberg (2003) afirmam que a nova lei criou incentivos e maior possibilidade de recuperação dos créditos concedidos por parte do credor por meio de uma reorganização da prioridade de créditos, com o peso do fisco ficando de um para um na proporção dos créditos em relação aos credores com garantias reais. Costa (2004) ressalta que persistem algumas características “pró-devedor” provenientes da lei francesa, mas que, apesar dessas características, o balanceamento da relação banco – tomador, pelo menos em relação à legislação, está mais justo.

Tem-se com isso, uma conjuntura em que a recuperação de crédito, se não ocorre de forma extrajudicial, não é alcançada sem que haja gastos com tempo, com custos administrativos (como admissão de advogados), com custos judiciais, etc. Esses gastos entram, portanto, no cálculo da precificação da taxa de juros do empréstimo, sendo mais um elemento que eleva os custos de transação do mercado de crédito brasileiro.

### ***Instrumentos Alternativos***

Desta forma, havendo a baixa confiança no judiciário como apontado acima, os mercados acabam por buscar instituições privadas ou instrumentos que facilitem ou ainda viabilizem a transação. Então, algumas ferramentas contratuais são utilizadas para proteger as instituições financeiras de um eventual *default* ou ainda coibir um comportamento oportunista de forma *ex ante*, no momento da escolha do contrato. Essas proteções contratuais podem ser desde cláusulas impositivas (como os *covenants* para pessoas jurídicas) até mesmo a realização do pagamento do empréstimo diretamente na folha de salários da empresa, ou seja, o empréstimo consignado para pessoas físicas.

---

também a Lei Complementar nº 118 que altera o Código Tributário Nacional, para adaptá-lo às novas alterações. Apenas em 9 de fevereiro de 2005, que a mesma foi sancionada pelo Presidente da República.



Como Borges e Junior (2001) argumentam, no Brasil, a proteção contratual é baixa em financiamentos de longo prazo por possuir pouca efetividade. Eles afirmam que as garantias têm pouca importância em empréstimos de longo prazo, pois não constituem instrumentos de recuperação de créditos devido à proteção dada ao devedor pela legislação brasileira em vigor, que faz com que a liquidação de garantias resulte em baixo nível de recuperação. Frente a esta ineficiência eles defendem o uso de *covenants*, ou seja, cláusulas impositivas que funcionam como diretrizes ao tomador do que deve ser feito e do que não deve ser feito.

A utilização de *covenants* se dá, usualmente, em contratos de longo prazo, chamados projetos estruturados ou *project finance*. Como apontam Cabral e Pinheiro (1998), o *project finance* consiste em arranjar uma forma de crédito que não comprometa o balanço da empresa e a garantia seja feita em termos de fluxos de caixa futuros, sendo os ativos da empresa, em caso de falência, proibidos de serem executados pelos credores. O *project finance* é usualmente utilizado para projetos de infra-estrutura. Dentre os riscos incluídos nos cálculos estão: risco de construção, que possui menor valor de mercado e grande possibilidade de ocorrência de atrasos; risco político, que advém do risco de expropriação política; riscos operacionais (de que a planta não saia como o planejado); riscos comerciais (de que a planta não gere o fluxo planejado) e; risco cambial. Todos esses riscos são cobertos por cláusulas nos contratos. Segundo Borges e Junior (2001), o papel dos *covenants*, através das cláusulas contratuais impositivas e/ou restritivas, é o de mitigar ou reduzir os efeitos de determinados eventos que poderiam aumentar o risco da empresa, diminuindo o incentivo ao oportunismo *ex post* (risco moral).

Assim, o instituto de *covenants* e o *project finance* constituem importantes ferramentas contratuais que possibilitam a viabilidade da transação de crédito entre instituições financeiras e pessoas jurídicas. Há ainda outra ferramenta contratual criada para reduzir substancialmente o risco de oportunismo *ex post*, ou seja, o risco moral para pessoas físicas, que se configura no chamado empréstimo consignado.

O crédito consignado existe desde 1990, porém só foi aberto ao setor privado em 2003. Ele é uma modalidade de crédito que institui o pagamento de suas prestações como desconto direto sobre a folha de salários da empresa, isto é, de forma grosseira, pode-se dizer que quem

paga o empréstimo é a empresa (ou sindicato). Como esta possui determinada reputação e relacionamento com o banco em questão, ela faz as vezes de avalista do tomador, que melhora sua avaliação de risco perante o banco. Segundo Coelho e Funchal (2006), o crédito consignado transforma a renda futura do tomador em uma espécie de colateral porque retira a possibilidade de estratégia de *default* do tomador, praticamente mitigando o risco moral advindo de falhas de informação (ou seja, a possibilidade de oportunismo). Rodrigues *et al.* (2006) também destacam que, apesar do risco de variação do salário do tomador (variação da renda) continuar o mesmo, no crédito consignado não há a possibilidade de consumo com o montante destinado à dívida e, caso o trabalhador seja demitido, parte do FGTS é direcionado ao pagamento parcial da dívida. Desta forma, o principal risco do banco é de morte do tomador, que pode ser assegurado e diversificado.

Coelho e Funchal (2006) estimam o impacto da criação do crédito consignado sobre a taxa de juros e o volume de crédito. O exercício realizado por eles mostra que houve considerável aumento de volume de crédito e diminuição de taxas de juros, sendo que as instituições financeiras autorizadas a conceder empréstimos consignados foram as que expandiram sua oferta e as que não possuíam autorização tiveram seu volume de crédito reduzido, o que é explicado possivelmente pela migração de clientes para as instituições financeiras que concediam esses empréstimos.

Outro estudo sobre o empréstimo consignado é de Rodrigues *et al.* (2006), em que os autores avaliam o impacto que a criação do crédito consignado à folha de pagamentos da empresa teve sobre as taxas de juros do crédito à pessoa física. Os autores realizam uma comparação das taxas de juros de empréstimo pessoal e empréstimo consignado, e verificam que um tomador chega a reduzir em 13 pontos percentuais a taxa de juros com o crédito consignado.

Estes resultados apenas mostram que o sistema institucional brasileiro gera grandes ineficiências no mercado de crédito. Isto pode ser visto com a expansão do crédito pessoal ocorrida com o advento do crédito consignado, já que este possibilitou a maior certeza de pagamento de empréstimos bem como de recuperação. Além disso, a própria existência de ferramentas contratuais como esta mostram a busca do mercado por instituições que reduzam a

incerteza institucional que reina sobre a economia brasileira. Não se pode deixar de notar, porém, que alguns esforços estão sendo feitos no sentido de gerar mudanças legislativas que impactem sobre o sistema financeiro visando à redução das assimetrias de informação e das incertezas institucionais presentes. A seção a seguir aponta algumas das principais mudanças ocorridas.

#### **4.4 Mudanças Institucionais**

A importância da análise de mudanças institucionais está no seu papel de influenciar a economia e seus custos de transação. Como aponta Polski (2001), são três as hipóteses que se podem fazer em relação a esse papel: a primeira é de que mudanças institucionais mudam custos de transação, a segunda é de mudanças de custos de transação levam a mudam institucionais, e a terceira diz respeito a uma possível interação entre ambos. Polski (2001) encontra em seu estudo indícios de que a terceira hipótese é a mais provável, isto é, os resultados do exercício realizado indicam que uma mudança institucional induz mudanças de custos de transação, e que por sua vez induzem a mudanças institucionais. Indiferente o efeito causal, sabe-se que ambos possuem um relacionamento tal que interferem com os resultados da economia e, como tal, ambos fazem-se relevantes. Os custos de transação *de mercado* do mercado de crédito da economia brasileira foram extensamente analisados, e agora, faz-se *mister* a avaliação das mudanças institucionais ocorridas nos últimos anos, que têm possibilitado a expansão do crédito no Brasil como apontam Costa e Mello (2006).

As mudanças institucionais que serão analisadas nesta seção dizem respeito ao contexto macroeconômico brasileiro, isto é, mudanças que ocorreram no âmbito institucional do sistema financeiro e do poder legislativo e não propriamente dos bancos (isto é, análise de regimentos internos). Esta separação serve para considerar a variável mudança institucional como um choque

exógeno ao mercado de crédito brasileiro, que passa a ter papel passivo, sofrendo os impactos das mudanças e reagindo às mesmas<sup>54</sup>.

#### 4.4.1 A Influência de Mudanças Institucionais: Um Exemplo

Como visto, o quadro institucional brasileiro apresentado mostra falhas que se tornam custosas tanto para os bancos como para os tomadores. Para se ter uma visão clara de como esse quadro pode influenciar o mercado de crédito e como mudanças institucionais impactam, geralmente, de forma positiva, a seguir será apresentado um simples exercício que faz uma conexão entre a taxa de juros e um ambiente institucional falho<sup>55</sup>.

Suponha um mercado em que há um agente que oferta crédito, o banco, e alguns agentes que demandam crédito, pessoa física ou jurídica, que se constituem em clientes. Suponha ainda que no tempo  $t_0$  o banco ofereça e conceda R\$ 200.000,00 em créditos para 100 clientes, cada um tomando um empréstimo individual de R\$ 2.000,00, a ser pago no período  $t_1$ .

Admita que o custo de captação do dinheiro seja de 6% ao período e que o custo de oportunidade do dinheiro para o banco seja a taxa *Selic*, que se encontra a 12% ao período, isto é, que o banco “pague” pelo dinheiro, 6% a.p., e “ganhe” no mínimo, 12% a.p. se investir em títulos do governo. Esta restrição aponta que, no período  $t_1$ , o banco deve, no mínimo, conseguir de retorno dos empréstimos individuais concedidos um montante total de R\$ 224.000,00.

Não havendo possibilidade de inadimplência o banco pode cobrar uma taxa de 12% a.p., reavendo de cada um dos clientes um valor de R\$ 2.240,00. Porém, havendo a possibilidade de inadimplência, devido à racionalidade limitada e ao oportunismo, assuma que essa taxa é de 10%. Assuma ainda, que havendo racionalidade limitada e oportunismo, há também fatores

---

<sup>54</sup> Nesse ponto, o objetivo do estudo não é analisar quais são as forças que geram a mudança e sim quais os impactos das mudanças sobre o mercado.

<sup>55</sup> Este exercício tem por base o artigo de Carvalho (2005), que realiza um exercício similar, porém, conectando a lei de falências, o acesso ao crédito e a taxa de juros cobrada, nas páginas 111 e 112.

institucionais, como um judiciário ineficiente, com alta morosidade, altos custos judiciais e imprevisibilidade, de modo que, uma vez que o cliente torna-se inadimplente, o banco prefira receber nada a entrar com ação judicial.

Se a taxa de inadimplência é de 10%, isso significa dizer, que dos 100 clientes, 10 não pagarão, 90 serão adimplentes e o banco tem que reaver os R\$ 224.000,00 que concedeu em empréstimos desses 90 clientes que pagarão. Ou seja, de cada um dos 90 clientes o banco deverá receber R\$ 224.000,00 / 90, que é igual a R\$ 2.488,89, representando uma taxa de juros de 24,4% a.p. e um *spread* bancário (taxa juros cobrada menos taxa de captação) de 18,4%. Desses, 6 p.p. seriam referentes à taxa de rendimento mínima do banco (diferença o custo de oportunidade e a taxa de captação) e 12,4 p.p. seriam o prêmio de risco. Pode-se notar com esse resultado, como falhas no *enforcement* podem influir negativamente sobre a precificação do crédito, tornando-o mais caro e mais injusto.

Agora, suponha que haja uma reforma no judiciário que gera incentivos ao banco de entrar com uma ação judicial para reaver o crédito. Admita que foi aprovada uma nova regulamentação acerca da recuperação de créditos com garantias reais, que possibilitaria ao banco reaver ao menos 40% do empréstimo concedido. Nesse caso, 40% de um empréstimo individual concedido pelo banco seriam R\$ 800,00.

Admitindo a mesma taxa de inadimplência, o banco poderia então reaver, com certeza, dos 10 clientes inadimplentes, R\$ 8.000,00. Isso significa que, dos outros 90 clientes, o banco teria que receber R\$224.000,00 – R\$8.000,00, que é igual a R\$ 216.000,00. Em termos individuais seria:  $R\$ 216.000,00 / 90 = R\$ 2.400,00$ , ou 20% a.p., o que representa uma redução de 4,4 p.p. nos custos de transação do mercado. Nota-se que essa diminuição se dá exatamente no prêmio de risco, o banco, continuaria a cobrar uma taxa de juros mínima de 12% a.p., o que aumenta o peso dessa redução.

A idéia do exercício é prover um exemplo em que o sistema judicial, por ser ineficiente, gera custos para todos os agentes envolvidos no mercado (tanto os bons pagadores como os maus) e em que uma mudança institucional que vise a sanar problemas de *enforcement*,

reduzindo os custos de transação, torna os resultados do mercado mais justos. Algumas mudanças institucionais realizadas no Brasil tiveram este objetivo e, possivelmente, foram bem sucedidas. Elas serão analisadas a seguir.

#### 4.4.2 Mudanças Institucionais do Período 1999 - 2007

Desde 1999, o Banco Central do Brasil tem realizado estudos sobre a taxa de juros e o *spread* bancário. As avaliações têm resultado em melhorias e aperfeiçoamentos no Sistema Financeiro Nacional em forma de mudanças institucionais e conhecimento. As principais mudanças institucionais realizadas tiveram por objetivo atacar três fontes de custos de transação, sendo elas: incerteza jurisdicional, assimetrias de informação e gerenciamento de risco<sup>56</sup>.

As mudanças que concernem o gerenciamento de risco dos bancos bem como do sistema financeiro foram realizadas com vistas a possibilitar maior transparência e controle das operações das instituições financeiras pelo Banco Central. Primeiro, elas visavam a reduzir os incentivos ao comportamento oportunista das instituições financeiras e depois, algumas mudanças possibilitaram o compartilhamento de riscos, reduzindo o conservadorismo e aumentando a oferta de crédito. Dentre elas estão:

- Resolução 2.682, de 21/12/1999 e Resolução 2.697, de 24/02/2000: respectivamente, dispõem sobre modificações e introduzem novas regras de classificação das operações de crédito e de constituição de provisões para operações de crédito em atraso.
  - ✓ *Objetivo: aumentar a segurança nas operações de crédito por parte das instituições financeiras, com o intuito de reduzir riscos de crédito e de liquidez.*

---

<sup>56</sup> A escolha das mudanças institucionais apresentadas a seguir teve forte embasamento no estudo do Banco Central do Brasil (2005).

- 22/04/2002: Novo Sistema de Pagamentos Brasileiros.
  - ✓ *Objetivo: reduzir o risco sistêmico por meio do aprimoramento do gerenciamento de risco de liquidez e de crédito.*
- Resolução 2.933, de 28/02/2002, e Circular 3.106, de 10/04/2002: autorização para a realização de operações com derivativos de créditos. Estabeleceu que somente as instituições financeiras que realizam empréstimos, financiamentos e operações de arrendamento mercantil, poderão ser os receptores do risco de crédito.
  - ✓ *Objetivo: reduzir e gerenciar riscos de crédito. Permitir a transferência de riscos entre as instituições.*

O esforço em torno da redução de assimetrias de informação é outro ponto importante a ser notado. O Banco Central do Brasil avançou bastante no quesito de disseminação de informações. A informação assimétrica do país se dá em relação a ambas as partes: enquanto o credor não possui dados suficientes sobre o tomador, este por sua vez, não possui as informações sobre a concorrência, sobre as taxas de juros, etc. Esta assimetria gerava uma reduzida concorrência entre os bancos, que reagiam extraindo renda dos tomadores. Nos últimos anos, algumas importantes medidas, com o intuito de disseminar informação e aumentar a concorrência foram tomadas:

- Outubro de 1999: Informações sobre juros cobrados pelas instituições financeiras estão disponíveis na página do Banco Central do Brasil na internet.
- Circular 2.957, de 20/12/1999, e Comunicado 7.569, de 25/05/2000: a partir do dia 31 de maio de 2000 as instituições financeiras são obrigadas a prestar informações diárias mais detalhadas sobre suas operações de crédito.
  - ✓ *Objetivo: reduzir informação assimétrica entre tomador e credor, disponibilizando informações à população.*
- Circular 2.938, de 14/10/1999: Redução de R\$ 50 mil para R\$ 20 mil o valor mínimo das operações de crédito que devem ser informadas à Central de Risco de Crédito.

- Circular 2.999, de 24/08/2000: Redução de R\$ 20 mil para R\$ 5 mil o valor mínimo das operações que devem ser informadas, bem como gerar a possibilidade de identificação dos clientes, com responsabilidades acima desse valor (Lei Complementar nº. 105/01 – dispõe sobre a regulamentação que preserva o sigilo bancário).
  - ✓ *Objetivo: reduzir a informação assimétrica, ampliando a base de dados dos clientes, e possibilitando maior precisão nas avaliações de crédito.*
- Resolução 2.682, de 21/12/1999 e Resolução 2.697, de 24/02/2000: respectivamente, dispõem sobre modificações e introduzem novas regras de classificação das operações de crédito e de constituição de provisões para operações de crédito em atraso.
  - ✓ *Objetivo: reduzir assimetria de informações, padronizando as operações de crédito.*
- Resolução 2.835, de 30/05/2001: a partir 02/04/2001 as instituições financeiras passam a fornecer, obrigatoriamente, as principais informações cadastrais dos últimos dois anos de seus clientes, entre eles: dados pessoais, histórico de operações de crédito, aplicações e investimentos, saldo médio mensal mantido, etc. Elas poderão ser fornecidas a terceiro mediante autorização formal prévia, pelo cliente.
  - ✓ *Objetivo: reduzir informação assimétrica. Reduzir o caráter monopolista das informações bancárias dos clientes (aumentar concorrência), aumentando a informação e reduzindo a possibilidade de extração de renda.*
- Resolução 2.835, de 30/05/2001: a partir de 02/04/2001 as instituições financeiras passam a fornecer, obrigatoriamente, informações detalhadas sobre os encargos financeiros (período de incidência de cobrança, taxa de juros efetiva e valores debitados) cobrados nas operações de cheque especial, mesmo em extratos mensais gratuitos.
  - ✓ *Objetivo: reduzir informação assimétrica. Aumentar a transparência das operações.*



- 01/07/2004: Entra em funcionamento do Novo SCR (Sistema de Informações de Crédito do Banco Central), com informações individualizadas sobre as operações de clientes maiores de R\$ 5 mil e sobre operações acima de R\$ 5 milhões, e com dados complementares semestrais.
  - ✓ *Objetivo: reduzir informação assimétrica. Ampliar o número e a qualidade das informações, além de agilizar o processo de consulta.*
- Resolução nº 3.518, de 06/12/2007, e Circular nº. 3.371, de 06/12/2007: regulariza e padroniza a cobrança de serviços bancários, separando os serviços em quatro categorias: essenciais (não são passíveis de cobrança), prioritários (critérios e padronização de cobrança de tarifas, reajustes possíveis a cada 180 dias), especiais e diferenciados.
  - ✓ *Objetivo: Reduzir informação assimétrica ao padronizar serviços e possibilitar comparação de preços. Regulamenta preços e aumenta a competitividade do setor.*
- Resolução nº 3.517, de 06/12/2007: Dispõe sobre a informação e divulgação do Custo Efetivo Total, referente a todos os encargos e despesas de operações de crédito e arrendamento mercantil.
  - ✓ *Objetivo: Reduzir informação assimétrica ao dar maior transparência aos encargos das operações bancárias. Reduz ainda a possibilidade de recursos de contestação acerca dos encargos cobrados.*

Por fim, alguns passos em direção a uma melhor proteção ao credor foram também dados. As mudanças na legislação brasileira parecem ter sido realizadas, em sua maioria, tomando por base o alto grau de ineficiência judicial. Esta afirmação é baseada na avaliação de que os avanços mais importantes se deram na criação de instrumentos legais que contornam alguns problemas do *enforcement* brasileiro como a possibilidade de acordos extrajudiciais na Lei de Falências e a Cédula de Crédito Bancário ou mesmo o Crédito Consignado. Mesmo que essas mudanças não tenham atacado de frente o problema da incerteza institucional do judiciário, elas viabilizaram um aumento da proteção ao credor. Dentre elas estão:

- MP 1.963-17, de 30/03/2000 (atual MP 2.170-36 de 23/08/2001): esclarece no artigo 5 a admissão da capitalização de juros com periodicidade inferior a um ano nas operações de Sistema Financeiro Nacional.
  - ✓ *Objetivo: maior proteção ao credor e redução de incerteza judicial, ao esclarecer na legislação que o dispositivo da Lei da Usura não se aplica ao Sistema Financeiro Nacional.*
- MP 2.200-2, de 24/08/2001: Institui a ICP-Brasil, Infra-estrutura de Chaves Públicas Brasileira, que permite a garante a autenticidade, integridade e validade jurídica de contratos eletrônicos.
  - ✓ *Objetivo: aumentar a proteção ao credor. Admitir a legalidade de contratos alternativos.*
- MP 2.160-21/2001: Trata dos Certificados de Cédula de Crédito Bancário, que possui característica de título executivo judicial, retira a necessidade de uma Ação de Conhecimento. A lei também o tornou negociável, aumentando a possibilidade de disseminação de risco.
  - ✓ *Objetivo: maior proteção ao credor. Tornar contratos de empréstimos mais confiáveis (mais rápido e menos custoso) em seu caráter de recuperação de crédito.*
- Lei nº. 10.931/04, sancionada em 02/08/2004: substitui a MP 2.160-21/2001, e nos artigos 26 a 45 trata dos Certificados de Cédula de Crédito Bancário, que possuem característica de título executivo judicial, retira a necessidade de uma Ação de Conhecimento. A lei também os tornou negociáveis, aumentando a possibilidade de disseminação de risco.
  - ✓ *Objetivo: maior proteção ao credor. Tornar contratos de empréstimos mais confiáveis (mais rápido e menos custoso) em seu caráter de recuperação de crédito.*
- Lei nº 10.931/04, sancionada em 02/08/2004: estende a utilização de alienação fiduciária até para operações em coisa fungível ou de direito (bens e direitos, como títulos e outros créditos), ou seja, deixa de ser restrita aos bens móveis.

- ✓ *Objetivo: proteção ao credor. Ao ampliar a base de bens que podem ser utilizados na alienação fiduciária, aumenta-se a possibilidade de recuperação de crédito.*
- Lei nº. 10.820, de 17/12/2004: Criação do Crédito Consignado: dispõe sobre o desconto das prestações das operações de crédito diretamente na folha de salários dos empregados da empresa.
  - ✓ *Objetivo: aumentar a proteção ao credor. Por meio da criação de um colateral baseado na renda futura do tomador de empréstimo, reduz a incerteza quanto à inadimplência, amplia a oferta de crédito.*
- Lei 11.101, de 09/02/2005 e Lei Complementar nº 118: trata da Nova Lei de Falências e recuperação de empresas. Reformulação da lei de falências de 1945, com reorganização das prioridades de crédito e substituição da concordata pela recuperação, e possibilidade de acordos extrajudiciais e judiciais.
  - ✓ *Objetivo: maior proteção legal ao credor. Aumentar a possibilidade de recuperação de créditos.*

Como sumarizam Costa e Mello (2006), o mercado de crédito com recursos livres cresceu nos últimos anos apesar de uma política monetária restritiva. Os responsáveis seriam as diversas mudanças institucionais ocorridas, sendo que as destacadas pelos autores são: as que envolvem a busca pela redução de assimetria de informações: resolução 2.682/99 – novo tipo de ranking de crédito (classificação) e a criação do SCR, implementado em 1999, melhorado em 2000 e 2004. Outro destaque é a busca pelo aumento de eficiência de instrumentos de reconhecimento de colateral e de execução de contratos – criação Cédula de Crédito Bancário (reclamatória com procedimentos de execução mais rápidos) em 2001 e em 2004. Além disso, os autores ainda apontam para a Nova Lei de Falências como um mecanismo de insolvência melhor e também para o crédito consignado.

Destarte, pode-se afirmar que há um processo evolutivo no ambiente institucional do sistema financeiro brasileiro, em que várias mudanças vêm sendo realizadas com a finalidade de reduzir custos de transação e melhorar a eficiência do mercado de crédito. Tem ocorrido um aprimoramento nas fontes de custos de transação *de mercado* do mercado de crédito brasileiro

apontadas no estudo (a assimetria de informações, as falhas de *enforcement* e a dificuldade de redação contratual), refletido na expansão do crédito e na redução das taxas de juros. A próxima seção tem o intuito de mostrar que as assimetrias de informação e a ineficiência do judiciário, enquanto fontes de custos de transação *de mercado*, influenciam o mercado de crédito brasileiro, utilizando uma notação semelhante ao exercício apresentado anteriormente, e aproveitando a própria taxa de juros como uma *proxy* dos custos de transação.

## 5 CUSTOS DE TRANSAÇÃO E CRÉDITO PESSOAL NO BRASIL

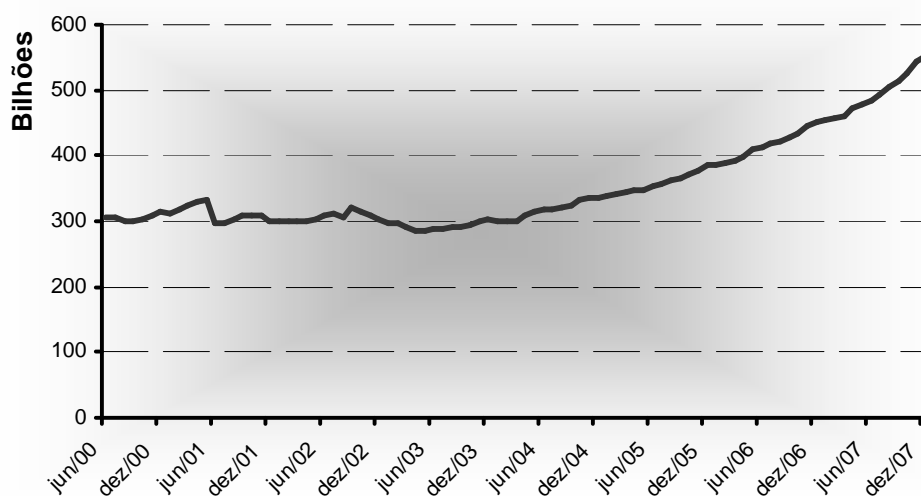
Após a exposição do arcabouço teórico da Nova Economia Institucional e da Economia dos Custos de Transação, esta seção tem por objetivo investigar empiricamente a hipótese de que os custos de transação *de mercado* afetam o volume de crédito pessoal concedido. Para tanto, faz-se, inicialmente, um diagnóstico do mercado de crédito pessoal e dos possíveis custos de transação que podem estar interferindo no funcionamento do mercado. Logo após serão apresentados alguns artigos que buscaram modelar o mercado de crédito brasileiro e também alguns estudos que tentaram estimar os custos de transação de outros mercados de crédito. Por fim, serão apresentados os dados, a metodologia utilizada, resultados e análise dos resultados.

### 5.1 Diagnóstico

Como pode ser visto na FIGURA 13, o volume total de crédito entre 2000 e 2007 sofreu uma evolução real<sup>57</sup> substancial, saindo de um total de R\$ 307 bilhões e alcançando um total de R\$ 553 bilhões. Estes números, quando comparados relativamente ao PIB, mostram um comportamento ainda mais positivo, em que o crédito que representava 26% em junho de 2000, em dezembro de 2007, estava em 34,7% (FIGURA 14). Já as taxas médias de juros cobradas vêm caindo ao longo do tempo, sendo que as taxas médias de juros cobradas para pessoa física, apesar de maiores, variavam em consonância com as taxas cobradas para pessoa jurídica, como mostra a FIGURA 15, até 2004, a partir de então se tem visto uma queda mais acentuada desta. Na FIGURA 16, pode-se ainda notar um alongamento de prazo, ainda que substancialmente curto, sendo que o prazo para pessoa jurídica é menor.

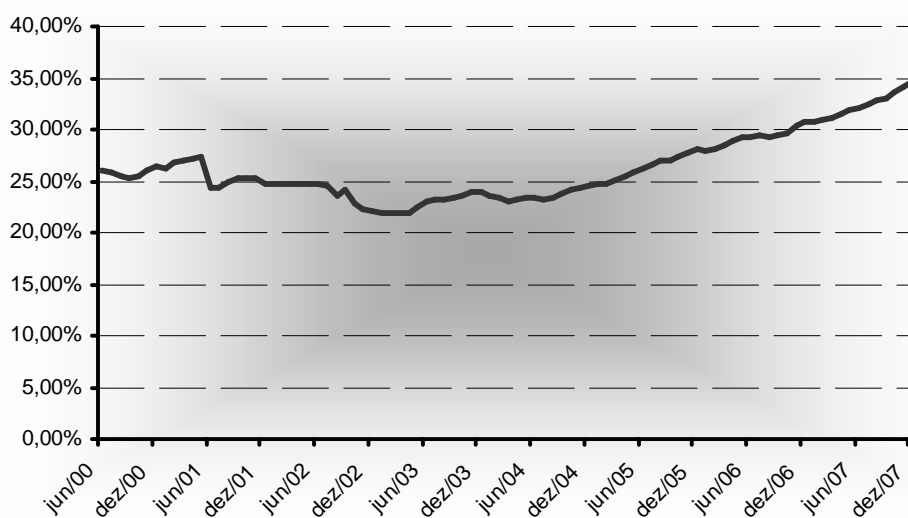
---

<sup>57</sup> Deflacionado pelo IPCA (IBGE).



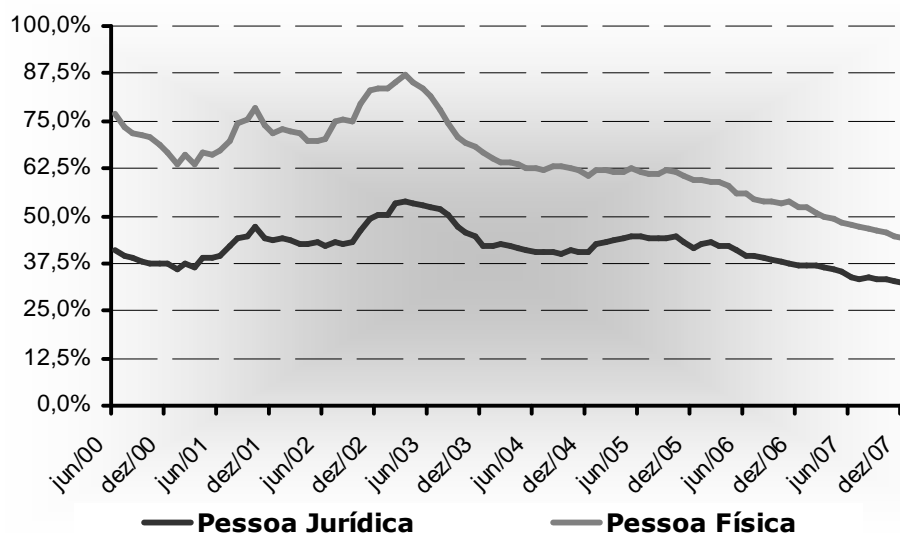
**FIGURA 13 – Evolução das Operações de Crédito Totais do Sistema Financeiro - junho de 2000 a dezembro de 2007 - Brasil - R\$Bilhões**

Fonte de dados brutos: Banco Central do Brasil - Deflacionados pelo IPCA.



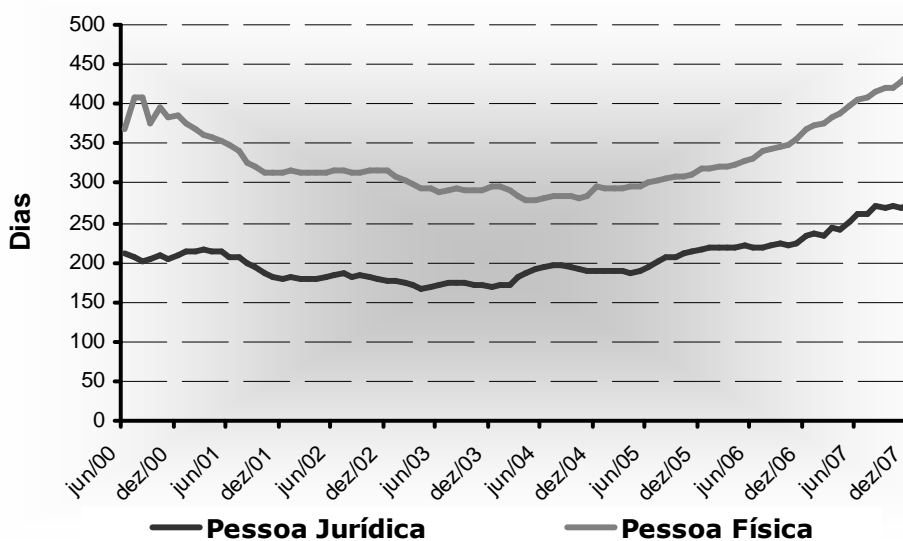
**FIGURA 14 – Evolução das Operações de Crédito Totais do Sistema Financeiro como Percentual do PIB brasileiro - junho de 2000 a dezembro de 2007 - Brasil - (%)**

Fonte de dados brutos: Banco Central do Brasil



**FIGURA 15 – Evolução das taxas médias de juros pré-fixadas das operações de crédito com recursos livres - Pessoa Física e Pessoa Jurídica - junho de 2000 a dezembro de 2007 - (% a.a.) - Brasil -**

Fonte de dados brutos: Banco Central do Brasil.

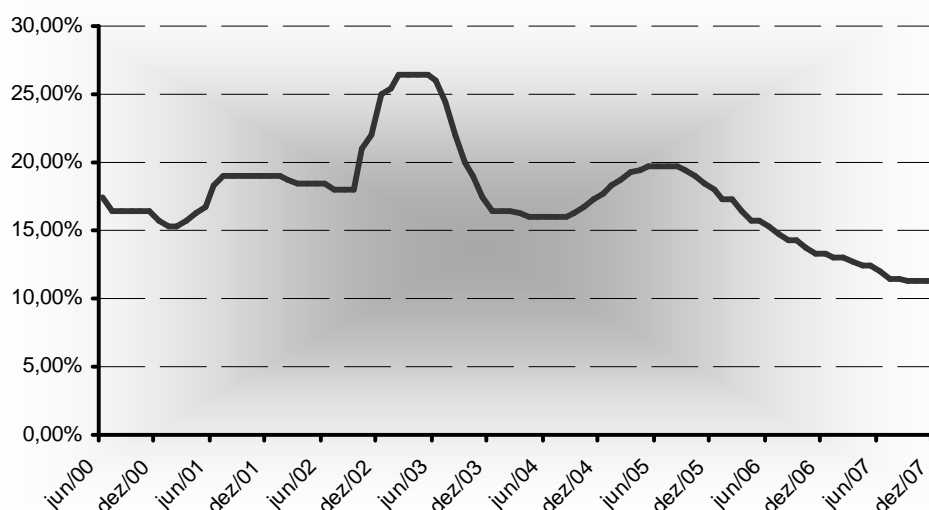


**FIGURA 16 – Evolução do prazo médio consolidado das Operações de Crédito com recursos livres - Pessoa Física e Pessoa Jurídica - junho de 2000 a dezembro de 2007 - Dias- Brasil**

Fonte de dados brutos: Banco Central do Brasil.

Pode-se inferir com as figuras apresentadas, que o mercado de crédito está caminhando para um aperfeiçoamento de resultados, com redução das taxas de juros, aumento do volume de

crédito em relação ao PIB e alongamento de prazos. Tem-se, no entanto, que a política monetária foi restritiva entre 1999 e 2005 e, por diversas vezes entre 2000 e 2007 como mostra a FIGURA 17, aumentou a taxa de juros básica da economia – a taxa *Selic* – em busca do controle da inflação. Desta forma, possivelmente, esta evolução do crédito se deu em função de um melhoramento institucional e econômico do país. No entanto, ainda persistem custos de transação que mantêm as taxas de juros elevadas bem como *spreads*. A hipótese deste estudo é que os custos de transação influenciam a concessão de crédito pessoal e reduzem a eficiência do mercado.

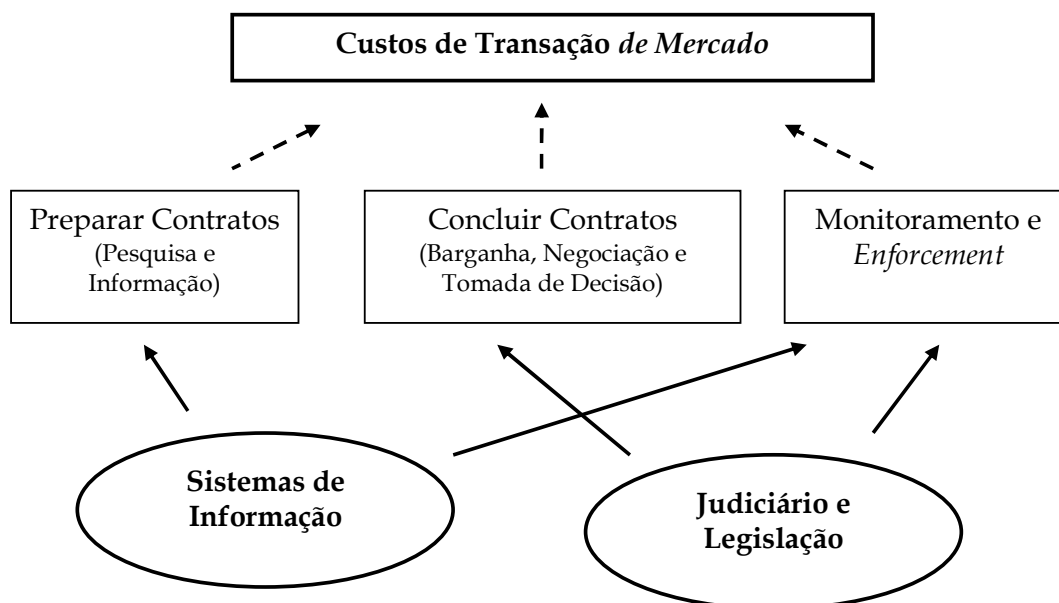


**FIGURA 17 – Evolução da Taxa de Juros *Selic* - fixada pelo COPOM<sup>58</sup> - junho de 2000 a dezembro de 2007 - (% a.a.) - Brasil –**  
 Fonte de dados brutos: Banco Central do Brasil.

Os custos de transação, como apontado anteriormente, possuem algumas classificações e este estudo foca nos custos de transação *de mercado*, particularmente, do mercado de crédito brasileiro. Custos de transação *de mercado* são compostos pelos custos de preparar, concluir e executar contratos. No Brasil, a assimetria de informações e a incerteza jurisdicional são as duas fontes mais expressivas dos custos de transação *de mercado*, e, enquanto a primeira influencia na preparação de contratos e no monitoramento e *enforcement*, a segunda influencia, basicamente, a conclusão de contratos e o monitoramento de *enforcement*, como aponta a FIGURA 18.

<sup>58</sup> COPOM: Conselho de Política Monetária.





**FIGURA 18 – Fontes de Custos de Transação de Mercado**

Fonte: Elaboração própria.

Ambas as fontes influenciam de forma negativa o mercado, sendo alta a assimetria de informações no país, devido à falta de sistemas de compartilhamento de informações positivas (apesar dos avanços) e por causa da reduzida informação que a sociedade brasileira possui sobre as instituições financeiras. Por outro lado, a ineficiência do *enforcement* se reflete na morosidade da justiça, em seus altos custos e em sua imprevisibilidade, bem como na fraca proteção que a legislação concede ao credor, resultando em baixa taxa de recuperação de créditos.

Estes custos, bem como os outros tipos de custos de transação que se apresentam no mercado de crédito brasileiro podem ser avaliados pelo alto patamar de *spread* bancário, que chega a representar, em dezembro de 2007, quase três quartos (72,6%) da taxa de juros pré-fixada cobrada em empréstimos a pessoas físicas e dois terços (65%) da taxa de juros a pessoa jurídica<sup>59</sup>. Como apontado anteriormente, vários estudos buscaram avaliar como se dá a composição do *spread* com vistas a entender a precificação do crédito e as variáveis que o influenciam. Sabe-se,

<sup>59</sup> Fonte: BACEN.

por outro lado, que a utilização do *spread* bancário como medida de custos de transação é uma simplificação e uma representação do custo total da existência de um intermediário. Desta forma, alguns outros estudos se voltam à mensuração dos custos de transação de maneira mais específica e serão apresentados a seguir com o intuito de encontrar uma metodologia para a mensuração dos custos bem como uma modelagem para o mercado de crédito brasileiro.

## 5.2 Revisão de Literatura

Uma breve revisão da literatura acerca da modelagem e metodologia tanto do mercado de crédito como dos custos de transação faz-se relevante para revelar os avanços atingidos na área e os resultados já alcançados. Destaca-se, no entanto, que a metodologia acerca da mensuração dos custos de transação é ampla e diversificada, aparentando baixo nível de padronização. Por outro lado, há poucas tentativas de modelagem do mercado de crédito brasileiro.

### 5.2.1 Mercado de Crédito Brasileiro

Dentre os estudos envolvendo o mercado de crédito brasileiro, a grande maioria deles se preocupa em mensurar fatores e determinantes que influenciam o *spread* bancário, dentre eles destacam-se Costa e Nakane (2004) apresentando uma metodologia de decomposição dessa taxa e, Oreiro *et al.* (2006), que mostram que a volatilidade da taxa de juros, a *Selic* e o produto industrial são os principais determinantes macroeconômicos do *spread*. Por fim, há ainda um estudo do Banco Mundial de 2006 (World Bank, 2006) que faz uma avaliação extensa dos determinantes do elevado nível de *spread*, em que há uma divisão entre fatores macroeconômicos, salientando o papel da taxa *Selic*, e microeconômicos, com destaque para componentes institucionais.

Por outro lado, poucos são os estudos que se preocupam em mensurar os fatores que influenciam diretamente o volume de crédito. Alguns estudos se preocupam em analisar o impacto de alguns aspectos específicos do volume de crédito, como Vasconcelos *et al.* (2004) que avaliam os impactos da entrada de bancos estrangeiros no país e os processos de privatizações. Os autores, por não conseguirem dados estaduais sobre as instituições estrangeiras, moldam o mercado de crédito mensurando a relação entre as privatizações ocorridas e o volume de crédito estadual, num modelo de dados em painel. Os autores modelam o mercado da seguinte forma:

$$\ln(\text{cred}_{i,t}) = \alpha + \gamma_1(y_{i,t}) + \gamma_2(\text{densidade}_{it}) + \gamma_3(\text{privatização}_{it}) + \gamma_4(\text{aquisição}_{it}) + f_i + \eta_t + u_{it}$$

Em que  $\text{cred}_{i,t}$  é o volume de crédito *per capita* de cada estado  $i$  no tempo  $t$ ;  $y_{i,t}$  é o PIB *per capita*;  $\text{densidade}_{it}$  é o número de agências dividido pela população total de cada estado;  $\text{privatização}_{it}$  é uma variável *dummy* que é igual a 1 nos estados que tiveram privatização a partir do tempo  $t$  e 0, caso contrário;  $\text{aquisição}_{it}$  é também uma variável *dummy* e;  $f_i$  permite avaliar o impacto específico de cada fator e  $\eta_t$  é o efeito temporal. O modelo encontra alguns resultados interessantes, como a importância do acesso ao atendimento bancário (maior número de agências) para a oferta de crédito e o reduzido impacto negativo das privatizações sobre o mercado. Os resultados se concentram na avaliação dos fatores específicos e de seus impactos sobre os mercados de crédito estaduais, avaliando também o papel dessa desigualdade entre os mercados nas diversas regiões.

Outro estudo que analisa o mercado de crédito brasileiro por meio da estimação dos possíveis determinantes do volume de crédito é Carneiro *et al.* (2006). Os autores utilizam o método de estimação de Momentos Generalizados (GMM), que resolve problemas de endogeneidade de variáveis. Eles afirmam que a estimação do volume de operações de crédito, enquanto variável de quantidade de produto, em função da taxa de juros, enquanto variável de preço de produto, leva a problemas de indeterminação, visto que ambas variáveis podem ser tanto de oferta como de demanda. Como os próprios autores afirmam:

Este é o exemplo clássico de endogeneidade que dificulta a identificação das relações. Uma regressão de uma série de preço observado em uma série de quantidade observada representa uma sucessão de pontos de equilíbrios ao longo do tempo à medida que diversos choques de oferta e demanda vão deslocando as duas curvas. O coeficiente estimado de uma regressão da quantidade no preço não possui significado econômico. (CARNEIRO *et al.*, 2006, p. 11).

Assim, Carneiro *et al.* (2006) utilizam o método de Mínimos Quadrados de Duas Etapas bem como o método GMM para estimar o modelo, e posteriormente realizar uma análise comparativa. A idéia do método GMM é estimar uma equação de demanda por crédito utilizando variáveis instrumentais que seriam ortogonais ao vetor de demanda, isto é, utilizar variáveis que afetam unicamente a oferta para modelar o seu comportamento e então, estimar a demanda. Com isso, os autores utilizam a seguinte equação e variáveis:

$$cred\_cres_t = \beta_0 + \beta_1 cred\_cres_{t-1} + \beta_2 cred\_cres_{t-2} - \beta_3 jurreal_{t-1} + \varepsilon_t$$

Variável Endógena:  $jurreal_{t-1}$

Variáveis Instrumentais:  $inad_t, inad_{t-1}, inad_{t-2}, prisc_t, prisc_{t-1}, prisc_{t-2}, fedfunds_t, fedfunds_{t-1}$

$fedfunds_{t-2}, pib_t, pib_{t-1}, pib_{t-2}$

Em que  $cred\_cres$  é a taxa de crescimento de crédito;  $jurreal$  é a taxa *Selic* deflacionada pelo IPCA;  $pib$  é a taxa de crescimento do PIB;  $inad$  reflete a inadimplência;  $prisc$  é o prêmio de risco país e;  $fedfunds$  é a taxa de juros internacional. Isto é, os autores supõem que a oferta de crédito é deslocada pela taxa de juros básica (impacto positivo), pela renda agregada (impacto positivo), pela inadimplência (impacto negativo), pelo prêmio de risco país (mede a liquidez do mercado e possui impacto negativo) e pela taxa de juros internacional (outra variável de liquidez, também possui impacto negativo). Porém, Carneiro *et al.* (2006) ressaltam que as variáveis instrumentais devem ser exógenas ao modelo para que este seja consistente. Então, como a renda agregada possivelmente pode afetar a demanda por crédito, eles optam por retirar esta variável do modelo. Como resultado, os autores encontram as relações esperadas, mostrando os efeitos do canal de crédito na economia, e a seguir eles inserem a taxa de cambio real como uma segunda variável endógena, sob a hipótese de que uma desvalorização do câmbio afeta a capacidade de

endividamento das empresas que demandam crédito, ao reduzir seu valor líquido presente<sup>60</sup>. Ao re-estimar a equação, eles conseguem mostrar que a taxa de câmbio pode sim afetar a demanda e a oferta de crédito.

Por fim, outro artigo que busca quantificar o mercado de crédito é de Fucidji e Mendonça (2007). O artigo avalia se a entrada de bancos estrangeiros levou a um aprofundamento do sistema financeiro, isto é, ao aumento da oferta de crédito e de serviços, à redução e à diluição de custos de informação e monitoramento. Para montar o modelo, os autores utilizam a literatura disponível para encontrar variáveis correlacionadas com a oferta de crédito, uma vez que não há uma forma funcional pronta e passível de testes. Eles colocam o volume de operações de crédito como variável dependente, enquanto, como variáveis independentes, eles buscam aquelas que refletem aspectos de estratégia dos bancos, da política econômica e da demanda por crédito. Nesse sentido, os autores realizam um exercício de dados em painel para 134 bancos e a equação estimada é:

$$V_{it} = \alpha + \beta_1 DV_{it} + \beta_2 GA_{it} + \beta_3 IB_{it} + \beta_4 T_{it} + \beta_5 SELIC_{it} + \beta_6 PIB_{it} + f_i + \varepsilon_{it}$$

Em que V é o volume de operações de crédito e DV e GA refletem estratégias dos bancos e são, respectivamente, depósitos a vista e grau de alavancagem. Além disso, IB, T e *SELIC*, são, respectivamente, índice da Basileia, participação de títulos sobre o total de ativos e taxa *Selic*, e refletem aspectos da política econômica brasileira e, por fim, PIB é o produto interno bruto do país e reflete a demanda por crédito e  $f_i$  sendo o efeito específico a cada banco. Eles encontram resultados satisfatórios, em que o mercado de crédito aparenta alto grau de eficiência, no entanto, pouco funcional ao desenvolvimento. Fucidji e Mendonça(2007) salientam a importância de estudos futuros com ampliação de dados e de evidências.

---

<sup>60</sup> Os resultados das estimações realizadas estão em Carneiro *et al.*, 2006, p. 13.

### 5.2.2 Custos de Transação

Assim, como pode ser visto nos três modelos apresentados, há uma baixa padronização das formas funcionais, demonstrando a baixa evidência empírica existente para o mercado de crédito. Da mesma forma, a mensuração de custos de transação no mercado de crédito aparenta pouco formato básico, sendo que os estudos que buscam essa medida para o mercado de crédito brasileiro se concentram basicamente na análise de microcrédito e cooperativas. Com isso, a literatura passa a ser, basicamente, internacional, em que diferenças contábeis, de tarifas e custos específicos tornam-se diversos.

Como afirma Polski (2001), o conceito de custos de transação é importante, porém há várias críticas sobre seu alto grau de generalidade o que o torna difícil de ser mensurado. Além disso, ainda que seu conceito esteja bem definido, alguns custos específicos são difíceis de serem quantificados. A definição dos custos de transação do mercado de crédito, especificamente, como aponta a autora, é uma tarefa ainda mais capciosa. Segundo Polski (2001), a atividade bancária pode ser vista como uma indústria custos de transação pura, melhorando a incerteza do mercado, dado que bancos tornam-se especializados em coletar, processar, armazenar e mensurar informações e riscos, isto é, reduzindo altos custos de transação que se daria caso eles não existissem. Polski (2001) segue este conceito e utiliza dados sobre despesas na contabilidade para mensurar os custos de transação. Ela separa as despesas em dois tipos: gastos de taxa de juros, que refletem custo de fundos, e gastos que não são de taxa de juros, que refletem custos internos, isto é, custo com empregados, custos de funcionamento do banco, etc. Porém, a autora se preocupa basicamente com os custos de transação com que o banco arca e ignora os possíveis custos de transação do tomador.

Por outro lado, o artigo de Masuko e Marufu (2003) se preocupa em identificar a relação entre custos de transação de crédito e a habilidade dos tomadores superarem esses custos. Para atingir o objetivo o artigo identifica os elementos que compõem os custos de transação tanto da perspectiva dos devedores como dos credores. Eles apontam que custos para o devedor são: colateral; depósitos compensatórios; custos financeiros; planos de negócios e propostas; registro da empresa; tarifas de serviços; custos com viagens para contato com o credor; tempo gasto para

obter o empréstimo e custos com fotos. Por outro lado, os custos do credor são os custos de coletar informações, tarifas para seleção e filtro de clientes. Além disso, eles identificam fatores que influenciam na variação dos custos de transação, com destaque para a relação negativa entre os custos com o tamanho do empréstimo e com a experiência em empréstimos (se o tomador já obteve empréstimos anteriormente). A tentativa de Masuko e Marufu (2003) passa pela necessidade de se realizar questionários para mensurar exatamente os custos de transação.

Já Latruffe e Petrick (2003) investigam empiricamente o acesso ao crédito e os custos de empréstimos do mercado financeiro rural da Polônia, utilizando dados coletados também por meio de questionários e contratos de empréstimos. Primeiramente os autores empregam as taxas e tarifas cobradas para realizar o empréstimo com sendo os custos de transação. Eles afirmam que não se pode extrair conclusões sobre eficiência do mercado utilizando como base os custos de transação de forma absoluta, ela só pode ser medida de forma comparativa. Portanto, eles destacam que tentar compreender uma estrutura ou ainda criar uma estrutura institucional é impossível e que a única forma de avaliar custos de transação é por meio de uma estrutura institucional já dada.

Assim, os autores argumentam que a abordagem de preços hedônicos é melhor para interpretar as medidas de custos de transação. A teoria de preços hedônicos coloca que os bens são valorados de acordo com suas qualidades inerentes. Preços hedônicos são definidos como os preços implícitos das características do bem e são revelados por meio da observação de preços de produtos diferenciados com quantidades específicas de características associadas a eles. Nesse sentido, taxas de juros são os preços observados e os investimentos (solicitações de empréstimo) dos tomadores com diferentes riscos são os bens trocados. Com isso, Latruffe e Petrick (2003) introduzem o componente “qualidade” no preço do empréstimo, em que as taxas de juros são diferentes em cada contrato, ou seja, cada tomador possui qualidades diferentes que vão formar o preço do empréstimo. Eles definem os custos do empréstimo total (CE) como o preço observado.

Pela existência de informação assimétrica e incompleta, bancos lançam mão de mecanismos para melhorar a avaliação dos tomadores e reduzir os riscos dos empréstimos. Esses mecanismos, segundo Latruffe e Petrick (2003) possuem custos, que podem tanto ser

incorporados às taxas de juros como somados às tarifas cobradas. Pela perspectiva do tomador, alguns custos são: tarifas bancárias, custos de viagem e custos de oportunidade dos recursos utilizados para superar os problemas informacionais. Os autores ainda explicam que normalmente as taxas de juros são ajustadas de acordo com o risco, custos de seleção, negociação e monitoramento e como tal, se configuram no componente adicional, custos de transação, que é parte dos custos do empréstimo.

Latruffe e Petrick (2003) apontam para os seguintes determinantes dos custos do empréstimo: atributos específicos do empréstimo (período de pagamento, tamanho, etc.); características da fazenda (determinantes de lucratividade e risco do investimento, disponibilidade de colateral, habilidade do gestor, etc.) e; características familiares (variáveis sóciodemográficas, colchão de liquidez, exposição ao risco, etc.). Esses determinantes levam a instituição financeira a cobrar de duas formas: por meio da taxa de juros e por meio dos custos de transação, que seriam tarifas, despesas de caixa adicionais, custo de viagem, custos de oportunidade do tempo gasto, etc. Ou seja, os autores definem custos do empréstimo total como sendo a soma da taxa de juros com os custos de transação ( $CE = TxJuros + CT$ ).

Desta forma, eles somam o custo de transação (que só acontece uma vez) à taxa de juros, utilizando o fluxo de caixa para calcular a Taxa Interna de Retorno (TIR). A idéia dos autores é comparar os pagamentos mensais (saídas de caixa) com o valor do empréstimo concedido (entrada de caixa) menos o custo de transação (saída de caixa) e com isso achar a TIR. Como resultado, Latruffe e Petrick (2003) encontram que a utilização de mecanismos de seleção e sinalização das qualidades do tomador em termos de colateral disponível e espírito empreendedor tornam o empréstimo mais provável e reduzem os custos dele. Além disso, a dimensão da família aparenta ter bastante impacto sobre os custos e a noção de que há uma discriminação contra pequenos fazendeiros é ratificada. A escolha do banco é outro quesito de peso, bem como os subsídios governamentais que reduzem os custos e o longo prazo (talvez porque empréstimos de longo prazo são mais prováveis de receber subsídios e também porque o peso dos custos de transação é mais diluído nas prestações).



Por fim, Fachini (2005) avalia a influência dos custos de transação sobre o desempenho econômico de uma instituição de microcrédito no Brasil, o Banco do Povo – Crédito Solidário. Para alcançar seus objetivos ela mensura os custos de transação à semelhança de Polski (2001), isto é, utilizando a contabilidade do banco para encontrar custos de transação administrativos, custos associados ao risco de crédito e custos financeiros. Ela define como os custos administrativos a rubrica Despesa Operacional e custos financeiros como a Despesa Financeira da instituição. Por fim, os custos associados ao risco de crédito seriam as perdas efetivas e a rubrica Provisão para Devedores Duvidosos.

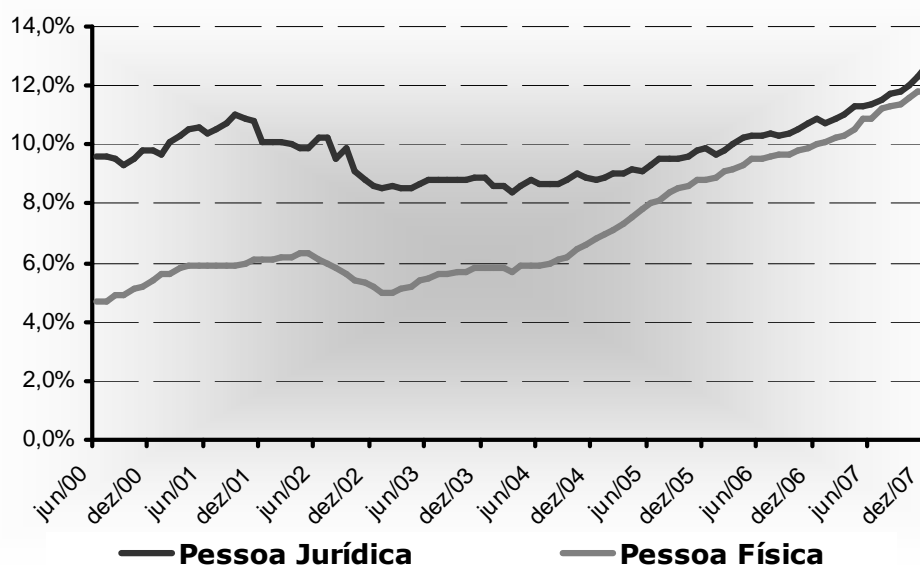
Pode-se notar com esses estudos que a tarefa de mensurar e quantificar custos de transação possui muitas possibilidades a serem exploradas e várias direções. Desta forma, a seguir serão apresentados os dados e a metodologia usada para modelar o mercado de crédito e a *proxy* que será usada para avaliar a influência dos custos de transação *de mercado* sobre a oferta de crédito pessoal da economia.

### **5.3 Dados e Metodologia**

O mercado de crédito brasileiro possui muitos fatores que distorcem os resultados de mercado bem como influenciam as taxas de juros e a oferta de crédito. Para fugir de possíveis problemas, alguns filtros foram realizados com o intuito de reduzir algumas distorções. O primeiro filtro utilizado é o foco na oferta de crédito ao setor privado, visto que o crédito bancário ao setor público atualmente é praticamente nulo, e também porque possui um passado pouco transparente devido à existência de bancos estaduais que serviam como fonte de financiamento do setor público.

O segundo filtro utilizado é o foco no crédito ofertado que advém de recursos livres, isto é, fica de fora a análise do crédito com recursos direcionados por serem esses fortemente subsidiados pelo governo. Este filtro retira da análise crédito habitacional e crédito rural, bem como o crédito que utiliza a TJLP (taxa de juros de longo prazo), também subsidiado pelo governo

federal. Nesse sentido, sobra o crédito com recursos livres direcionados à pessoa física e à pessoa jurídica. A metodologia dos custos de transação utilizada neste estudo, no entanto, não permite que seja realizada uma análise da oferta de crédito a pessoas jurídicas. Sabe-se que a maior relevância do crédito dentro da atividade econômica é justamente a viabilização dos investimentos por meio de empréstimos às empresas. Por outro lado, retirar essa categoria não prejudica a análise, já que o crédito à pessoa física vem aumentando em importância. Como evidencia a FIGURA 19, esta categoria representou em dezembro de 2007 cerca 11,8% do PIB do país frente à participação de 12,8% das operações de crédito a pessoas jurídicas, demonstrando sua relevância.



**FIGURA 19 - Evolução das operações de crédito com recursos livres como percentual do PIB brasileiro – Modalidades de Pessoa Física e Pessoa Jurídica - junho de 2000 a dezembro de 2007 - (%) - Brasil**

Fonte de dados brutos: Banco Central do Brasil.

Tem-se assim o foco no crédito a pessoa física que possui as seguintes modalidades:

- *Crédito Pessoal*: operações tradicionais de empréstimo a pessoas físicas, nas quais a concessão do crédito não está vinculada à aquisição específica de um bem ou serviço.

- *Aquisição de bens – veículos*: operações tradicionais de financiamento destinadas a pessoas físicas nas quais a concessão do crédito está vinculada à aquisição de veículo que quase sempre constitui a garantia da operação
- *Aquisição de bens*: operações tradicionais de financiamento destinadas a pessoas físicas, nas quais a concessão do crédito está vinculada à aquisição de determinado bem que quase sempre constitui a garantia da operação.
- *Cheque Especial*: crédito vinculado à conta bancária de pessoas físicas, no qual determinado limite de recursos é disponibilizado para utilização de acordo com a conveniência do cliente.

Desta forma, está delimitado o mercado de crédito a ser analisado no estudo, a seguir será apresentada a quantificação dos custos de transação, seguida da modelagem do mercado de crédito a pessoas físicas.

### 5.3.1 Custos de Transação no Mercado de Crédito Pessoal

Utilizando como base a metodologia de Latruffe e Petrick (2003), uma análise comparativa entre contratos sobre as qualidades dos tomadores e dos bancos pode gerar os indícios dos valores dos custos de transação existentes no mercado. Da mesma forma, este estudo utiliza uma análise comparativa para encontrar uma *proxy* para os custos de transação *de mercado* no crédito a pessoas físicas. Assim, dentre as modalidades de crédito a pessoas físicas descritas acima, algumas diferenças de custos de transação *de mercado* (preparação, conclusão e *enforcement*) podem ser destacadas a seguir.

A modalidade de aquisição de veículos utiliza a garantia do próprio veículo e atualmente é uma das formas de garantia mais confiável, em que em caso de *default* o banco recebe o carro de volta. Isto torna esta modalidade relativamente segura frente à recuperação de créditos, isto é, possui reduzidos custos de *enforcement*. Por outro lado, custos para preparar e concluir contratos se mantêm na modalidade. Nota-se que, por serem empréstimos de maior volume, os dados dos tomadores devem ser informados ao Sistema de Informações de Crédito do Banco Central (SCR),

o que melhora a assimetria de informações e além disso, pelo fato de os automóveis serem de fácil descrição e padronização, os custos de descrição do bem para garantia são reduzidos.

A modalidade de aquisição de bens utiliza também garantias, porém, não necessariamente são incluídas no contrato já que custos de descrição de bens são altos e, dependendo do bem, podem sofrer depreciação muito rápida. Desta forma, pode-se afirmar que custos com *enforcement* provavelmente são mais altos do que na modalidade de aquisição de veículos, o que aumenta risco de recuperação de crédito. Os custos com preparação e conclusão de contratos se mantêm, no entanto, destaca-se que o fato de haver a possibilidade da garantia gera uma distorção de análise dessa modalidade.

A modalidade de cheque especial não utiliza garantias e o limite de crédito é concedido de acordo com os dados cadastrais do cliente e seu tempo de relacionamento com o banco. Desta forma, custos com preparação e conclusão de contratos se mantêm parecidos, possivelmente, com menores gastos de busca de informações, uma vez que o cheque especial, uma vez concedido o limite, pode ser utilizado de acordo com a vontade do tomador. Assim, não há um contrato específico para cada vez que o cliente toma emprestado um montante, isso torna os gastos com *enforcement* extremamente elevados e o empréstimo acaba sendo avaliado como de alto risco. Ainda, o prazo do crédito especial é curtíssimo, em média de 10 dias, isto reflete o comportamento da demanda por este crédito que é a utilização automática do mesmo por um curto período até o próximo salário, ou mês, como uma resposta emergencial de insolvência. Isto torna a demanda e a oferta do crédito pouco elástica em relação a possíveis custos, pois a oferta é vinculada à conta bancária do cliente (o que torna o crédito somente possível a clientes, ou seja, reduzida concorrência) e a demanda utiliza o cheque especial, mesmo havendo opções mais baratas de crédito, talvez pelo imediatismo ou comodidade, denotando traços de racionalidade limitada.

Por fim, a modalidade crédito pessoal é a forma tradicional de crédito, isto é, o cliente vai ao banco e solicita um empréstimo. O banco coleta informações, processa e avalia o risco do cliente e acaba por conceder o empréstimo. Após, ele gasta com possível monitoramento (que no caso brasileiro se baseia na ameaça de “sujar” o nome do cliente) e com o *enforcement* (que em

situação de crédito pessoal se limita a cobranças privadas, isto é, acordos extrajudiciais). O risco de *default* é alto por não haver necessariamente garantias e isto torna os custos com *enforcement* altos. A assimetria de informações em empréstimos menores é maior, pois o banco se limita a checar os sistemas de compartilhamentos de informações, e a analisar brevemente o histórico do cliente, como apontam Moura e Pinheiro (2001). Este fato torna alto o risco do empréstimo, que influencia negativamente os custos de preparação e conclusão, aumentando-os. Destaca-se que o crédito consignado foi incluído nesta modalidade a partir de 2003, o que, segundo Coelho e Funchal (2006) e Rodrigues *et al.* (2006), tornou o crédito pessoal mais barato e aumentou a oferta. Este resultado apenas demonstra que custos, especialmente de *enforcement*, existem no mercado de crédito brasileiro e que eles também influenciam seus resultados.

Desta forma, para encontrar alguma medida de custos de transação *de mercado* serão descartadas as modalidades de cheque especial e de aquisição de bens. A primeira porque possui demanda e oferta possivelmente inelásticas aos custos de transação *de mercado* e a segunda porque, havendo garantias em grande parte das operações, reflete um misto de custos de *enforcement* que não podem ser separados. Assim, em termos de diferenciação de custos, utiliza-se a modalidade de aquisição de veículos e a modalidade crédito pessoal. A FIGURA 20 resume as diferenças de custos de transação *de mercado* entre as modalidades.

		Modalidades de Crédito Pessoal	
		Crédito Pessoal	Aquisição de Veículos
Custos de Transação de Mercado	Preparação de Contratos	Alto	Médio
	Conclusão de Contratos	Alto	Baixo
	Monitoramento e <i>Enforcement</i>	Alto	Baixo

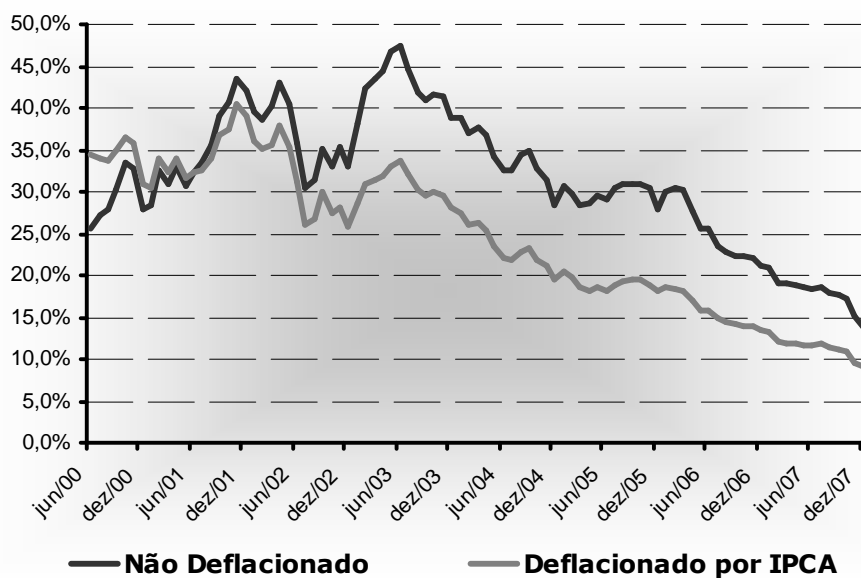
**FIGURA 20 - Diferenças de Custos de Transação entre as Modalidades de Crédito Pessoal**

Fonte: Elaboração própria.

Pode-se assumir com o ilustrado acima que uma comparação entre as duas modalidades pode gerar uma boa medida de como a assimetria de informações existente no Brasil e a ineficiência do *enforcement* influenciam o mercado de crédito. Para quantificar essa medida, este estudo utiliza a diferença entre as taxas de juros médias mensais de ambas as modalidades deflacionadas pelo IPCA. Ambas as modalidades de crédito possuem os mesmos custos em muitos quesitos por estarem inseridos no mesmo mercado e na mesma economia e essa medida é uma forma de mensurar o diferencial, supondo que ele é um reflexo dos custos de transação *de mercado*, frutos da assimetria de informações e da ineficiência do *enforcement*.

Ao utilizar a diferença entre duas modalidades, extraem-se automaticamente custos de transação administrativos e políticos que podem se refletir, por exemplo, no *spread*. Como as duas modalidades estão inseridas no mesmo mercado, os fatores que geram impactos sobre custos administrativos e políticos dificilmente serão diferentes para ambas, sendo estes impactos incluídos em suas taxas de juros. Isto é, como os custos de transação administrativos e políticos tendem a ser os mesmos para todas as modalidades do mercado, quando se tira a diferença entre duas taxas, esses custos são excluídos da análise. Por outro lado, sabe-se que os prazos das modalidades são bastante distintos: enquanto o crédito pessoal tinha em média prazo de 458,34 dias em dezembro de 2007, a aquisição de veículos tinha prazo de 589,73 dias. A diferença de prazos é reflexo provavelmente do tamanho do empréstimo e do menor risco que a instituição financeira possui na aquisição de veículos, o que somente reforça a tese de que o crédito pessoal inclui maior incerteza institucional.

Assim, tem-se que a *proxy* utilizada para quantificar os efeitos dos custos de transação *de mercado* sobre o mercado de crédito é a diferença das taxas de juros das modalidades mencionadas no tempo  $t$ . Essa medida é um diferencial, ela é avaliada em termos de taxa de juros, isto é, a unidade de medida é em pontos percentuais ao ano. A FIGURA 21 ilustra o comportamento dos custos de transação *de mercado* ao longo do tempo. A partir dessa definição, o próximo desafio é a modelagem do mercado de crédito pessoal e será apresentada a seguir.



**FIGURA 21 - Evolução dos Custos de Transação - Deflacionados pelo IPCA e não Deflacionados - junho de 2000 a dezembro de 2007 - (%) - Brasil**

Fonte de dados brutos: Banco Central do Brasil.

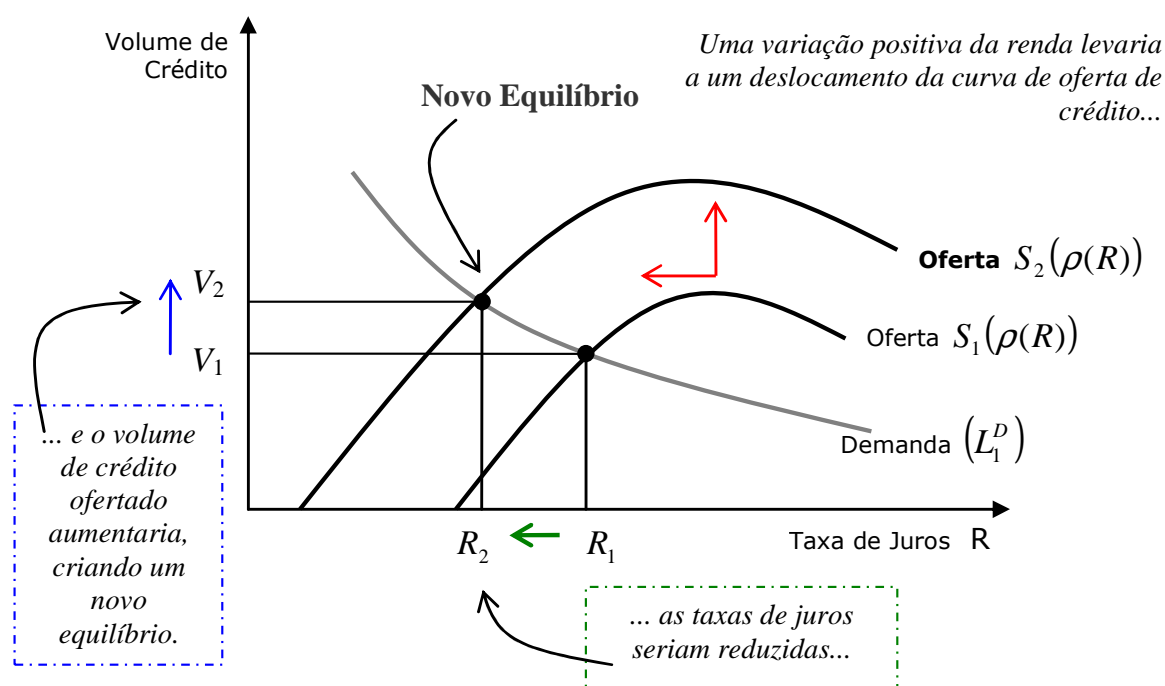
### 5.3.2 Mercado de Crédito Pessoal

A modelagem do mercado de crédito brasileiro é uma tentativa de correlacionar algumas variáveis com a oferta e a demanda de crédito com o intuito de encontrar como se dá a relação dos custos de transação *de mercado* com o volume de operações de crédito. Como afirma Fucidji e Mendonça (2007):

Como não existe, até onde sabemos, nenhum modelo explicativo para o crédito que forneça formas funcionais prontamente testáveis, utilizamos uma série de estudos para definir as candidatas a variáveis explicativas no modelo de dados em painel. (FUCIDJI e MENDONÇA, 2007, p. 11).

Assim, a exemplo desses autores e utilizando por base Vasconcelos *et al.* (2004), Carneiro *et al.* (2006) e Fucidji e Mendonça (2007), foram selecionadas algumas variáveis que possivelmente influenciam o mercado de crédito pessoal.

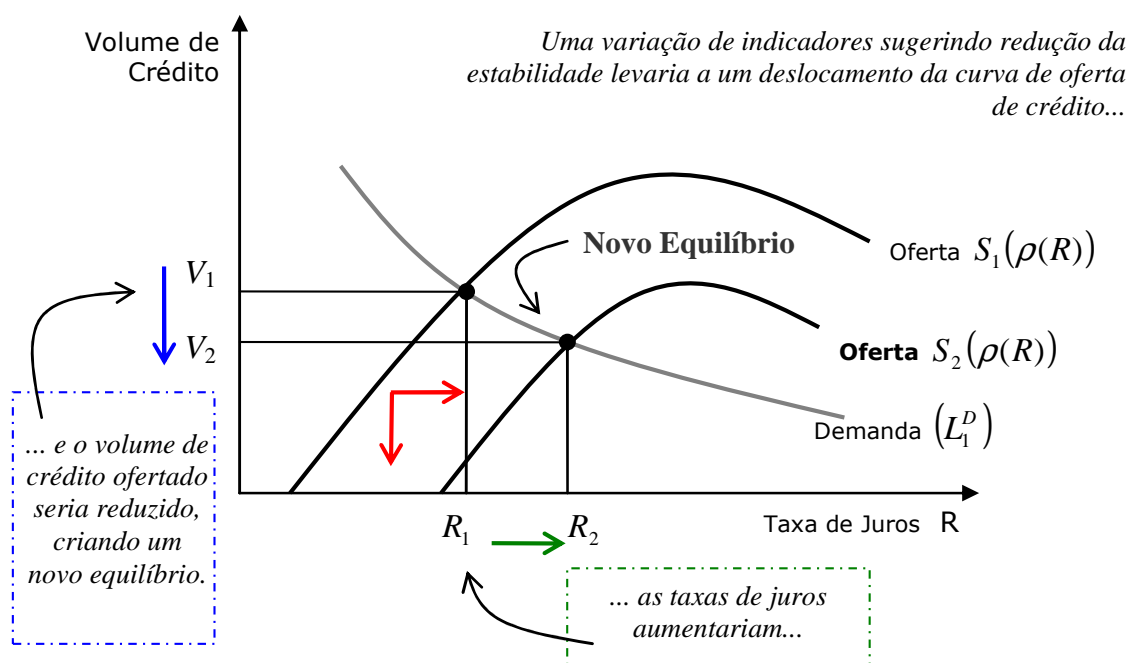
A primeira hipótese é a variável de renda como fator que impacta de forma positiva a oferta de crédito, isto é, quanto mais renda possui a economia, maior será a quantidade de moeda disponível para empréstimos. A utilização da variável renda pode ser, no entanto, um tanto questionável pelo seu papel no mínimo dúbio em relação ao mercado. Isto porque, como mostram King e Levine (1993), a renda possui papel de variável endógena, já que ela é influenciada pelo tamanho e desenvolvimento do mercado de crédito. Ainda, Rocha e Nakane (2007), Araújo e Dias (2006) e Sobrinho (2003) investigam essa relação para o Brasil encontrando fortes evidências de que o mercado de crédito brasileiro afeta a renda. Destarte, destaca-se o seu papel de variável que influencia de forma positiva o mercado, porém com ressalvas. Para fins ilustrativos uma variação da renda caso esta seja absolutamente exógena levaria ao equilíbrio proposto na FIGURA 22:



**FIGURA 22 - Equilíbrio do Mercado de Crédito – Variação da Renda**  
 Fonte:Elaboração própria.

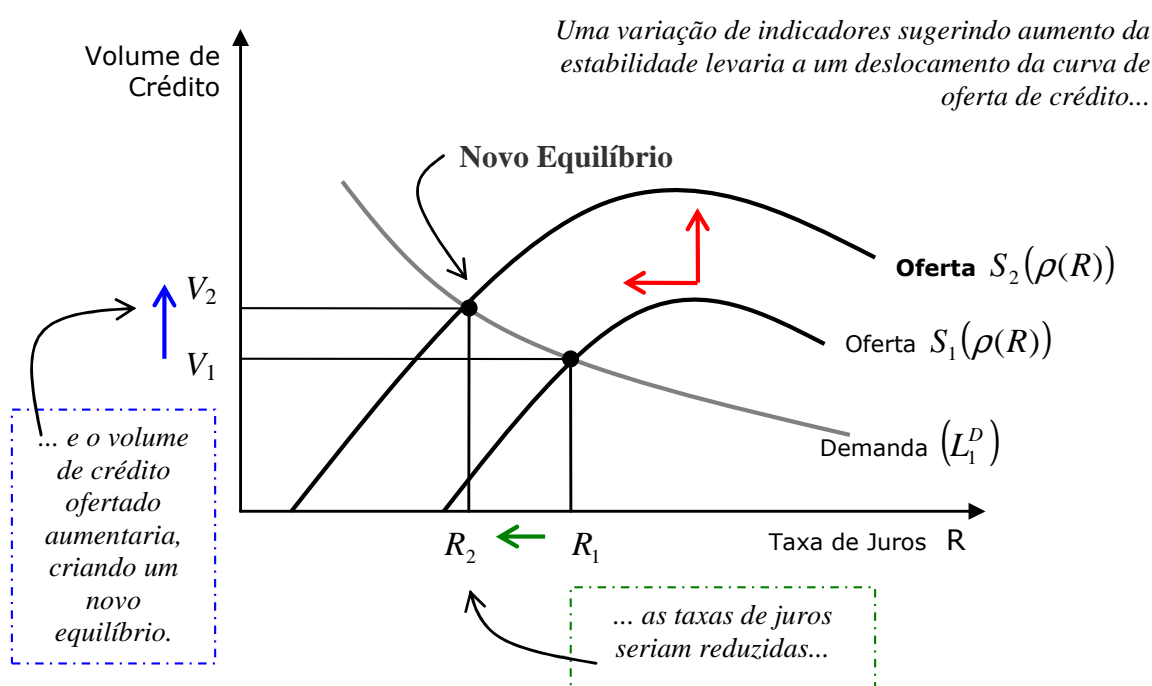


A segunda hipótese é de que o mercado de crédito é influenciado pela estabilidade macroeconômica, isto é, se alguns indicadores sugerem instabilidade econômica no país, as instituições financeiras tendem a mostrar um comportamento conservador e mais restritivo. A estabilidade torna-se relevante ao mercado na medida em que as transações de crédito estão inerentemente ligadas ao tempo futuro e também porque uma instabilidade macroeconômica geralmente leva a maiores riscos, maiores probabilidades de *default*, etc., ou seja, aumento da incerteza. Salienta-se que indicadores de estabilidade macroeconômica também sinalizam variáveis institucionais macro. Eles mensuram em alguma medida a incerteza institucional que advém de política, legislação, e outros riscos diversos, que não apenas os econômicos. Este efeito se dá porque, como este estudo assume por hipótese, instituições influenciam a economia. Como mostra a FIGURA 23, uma variação dos indicadores que sugerem redução da estabilidade macroeconômica gera um novo ponto de equilíbrio, com aumento de taxas de juros e redução de volume.



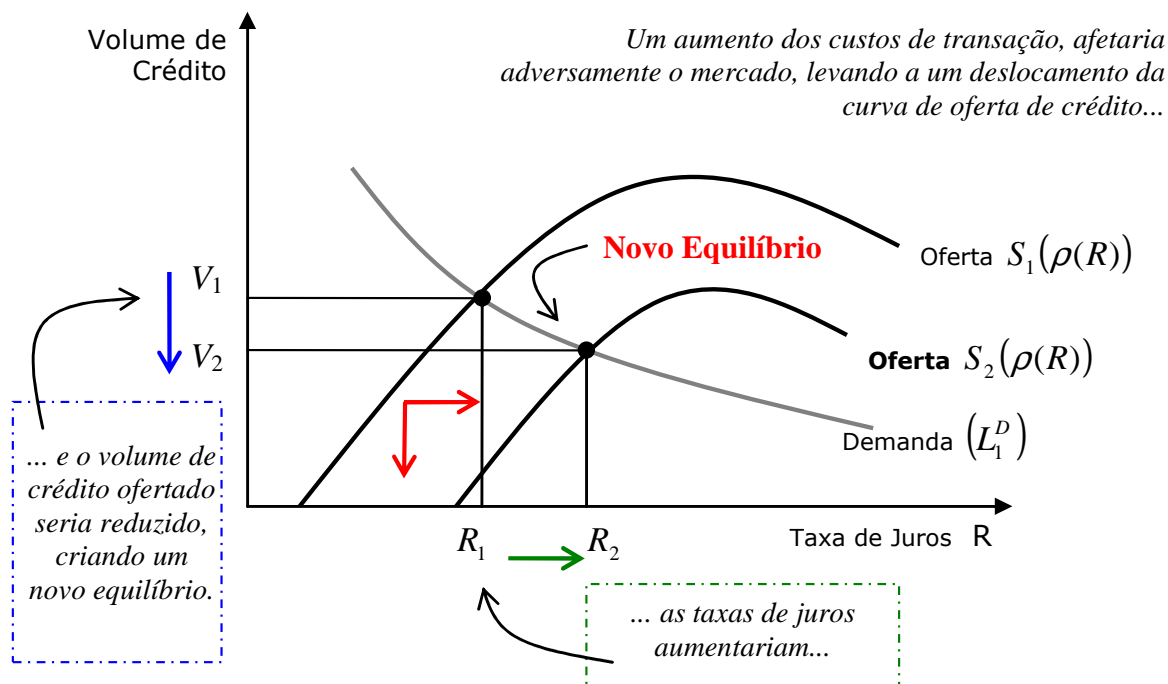
**FIGURA 23 - Equilíbrio do Mercado de Crédito – Variação Negativa da Estabilidade Macroeconômica**  
 Fonte:Elaboração própria.

Analogamente, a FIGURA 24, mostra o que acontece com a melhoria desses indicadores. A melhoria da estabilidade reduz a incerteza do ambiente, o que aumenta a precisão de cálculos e previsões, que então reduz riscos e também resultados negativos para as instituições financeiras.



**FIGURA 24 - Equilíbrio do Mercado de Crédito – Variação Positiva da Estabilidade Macroeconômica**  
Fonte:Elaboração própria.

Por fim, a terceira hipótese é a da variável custos de transação. A hipótese é de que os custos de transação afetam adversamente a oferta, isto é, possuem uma relação negativa. Um aumento de custos levaria a um aumento da taxa de juros e uma redução da quantidade ofertada, uma vez que a expansão dos custos de transação refletiria uma piora dos indicadores institucionais de assimetria de informações e ineficiência do *enforcement* brasileiro. Desta forma, a FIGURA 25 ilustra o que aconteceria no mercado caso houvesse um aumento dos custos de transação.



**FIGURA 25 - Equilíbrio do Mercado de Crédito – Aumento dos Custos de Transação de Mercado**  
 Fonte:Elaboração própria.

Portanto, tem-se as hipóteses para formar um modelo de mercado de crédito pessoal. Destaca-se que todas as variáveis apresentadas possuem papel sobre a oferta do mercado de crédito e não sob a demanda. Este comportamento se justifica em duas hipóteses principais. A primeira é de que o mercado de crédito pode ser racionado. Como é mostrado em todas as figuras, a própria curva do mercado de crédito reflete comportamento estratégico das instituições financeiras em que, ao atingir um nível de taxas de juros cobradas, a quantidade ofertada de crédito passa a declinar. Esse movimento se daria, segundo Stiglitz e Weiss (1981), porque a instituição financeira se preocupa em primeira instância com o retorno esperado do empréstimo e também porque ela é ciente de que um aumento das taxas piora o perfil do tomador potencial. Nesse sentido, opta-se por assumir que as instituições financeiras não são simples tomadoras de preços, mas sim que elas influenciam sua oferta e o resultado do mercado.

A segunda razão diz respeito à hipótese de que a demanda por crédito é bastante inelástica, pelo menos em termos de crédito pessoal, no sentido de que em muitas situações as

pessoas demandam crédito, porém são racionadas. Entretanto, esse racionamento possui sentido diverso daquele utilizado por Stiglitz e Weiss (1981), em que um tomador de empréstimo tem sua solicitação recusada mesmo que ele esteja disposto a pagar todos os elementos de preço e não-preço do contrato. Diferentemente de ter todos os recursos e ainda assim não conseguir o empréstimo, esse segundo tipo de racionamento diz respeito à recusa da instituição de emprestar para um perfil arriscado. Nesse sentido, a demanda por crédito seria latente, mas, como existem pré-requisitos para a concessão de crédito, quem decide se vai conceder o empréstimo e quanto de crédito será transacionado é a instituição financeira. Essa característica retira do consumidor grande parte da responsabilidade da decisão. Isto é, eles tomam a primeira decisão, de procurar um empréstimo, mas quem decide se este será efetuado ou não é a instituição financeira.

Com isso, este estudo utiliza como suposição a de que o volume de crédito concedido nada mais é do que o reflexo das decisões da instituição financeira, ou seja, reflexo da oferta de crédito pessoal na economia e não um resultado de mercado viabilizado pela demanda. Isto possibilita modelar o mercado de crédito pessoal brasileiro utilizando uma equação linear simples para modelar a influência das variáveis que afetam a oferta sobre o volume de crédito concedido.

$$\text{Volume de crédito concedido} = f(\underbrace{\text{renda}}_{(+)}, \underbrace{\text{estabilidade}}_{(+)}, \underbrace{\text{custos de transação}}_{(-)})$$

A escolha dos dados que representassem as variáveis de renda foram feitas de acordo com a disponibilidade de informações para o período específico e para a periodicidade almejada. Em sua maioria, os dados foram retirados do site do Banco Central do Brasil (BACEN) e do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipeadata). Com dados mensais, o período analisado é de junho de 2000 a junho de 2008, que inclui amostra com 96 observações. Esta escolha se deu em função da falta de disponibilidade de algumas variáveis em períodos anteriores a esta data. Por um lado, essa restrição temporal reduz as possibilidades de análise do ano de 1999, que se mostrou um ano de grandes mudanças institucionais e econômicas, mas, por outro lado, a análise a partir de 2000 permite analisar um mercado de crédito com maior estabilidade, com mudanças institucionais e econômicas de caráter mais incremental do que radical.

Os dados utilizados e suas definições estão listados abaixo:

- *Variável de Crédito Pessoal*: Concessões de Crédito Pessoal – concessões consolidadas das operações de crédito com recursos livres referenciais e contratadas com taxas de juros livremente pactuadas entre os mutuários e as instituições financeiras, com periodicidade mensal. Fonte: Banco Central do Brasil: BCB-DEPEC, série de número 3994.
- *Variável de Renda*: PIB mensal – Produto Interno Bruto com periodicidade mensal, com valores correntes em milhões de reais. Fonte: Banco Central do Brasil: BCB-DEPEC, serie de número 4380.
- *Variável de Estabilidade Macroeconômica*: Risco-País média mensal – *Emerging Market Bond Index Plus* (EMIB+), indicador de estabilidade macroeconômica calculado pela JP Morgan, com periodicidade diária. Fonte: InfoBond.
- *Variável de Custo de Transação de Mercado*: *proxy* para os custos de transação mercado – calculada pelo diferencial entre a taxa média pré-fixada de juros (% a.a.) das operações de crédito pessoal para pessoas físicas, com periodicidade mensal, e a taxa média pré-fixada de juros (% a.a.) das operações de crédito para aquisição de veículos para pessoas físicas. Fonte de ambas as séries: Banco Central do Brasil: BCB-DEPEC, séries de número 3947 e 3948, respectivamente.
- *Deflator*: IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (% a.m.), com periodicidade mensal, transformada em índice com período base em junho de 2000. Fonte de dados brutos: IBGE. Fonte utilizada: IPEADATA.

As variáveis PIB mensal, volume de concessões de crédito e custos de transação foram deflacionadas pelo IPCA. No caso dos custos de transação, os dados foram transformados em percentual ao mês, deflacionados e novamente transformados em percentual ao ano.

Dois modelos do mercado de crédito foram regredidos pelo método Mínimo Quadrados Ordinários (MQO), o primeiro utilizando o PIB mensal como variável de renda e o segundo, retirando essa variável. Esse procedimento se deve ao caráter dúbio da variável renda, que pode estar endogenamente associada ao crédito e por isso optou-se por realizar ambos os exercícios. Como o foco da análise é o custo de transação, esta exclusão não perturba os resultados do modelo. Os dois modelos foram:

- Exercício A:

$$\ln(\text{crédito})_t = (\ln(\text{crédito})_{t-1}, \ln(\text{crédito})_{t-2}, \ln(\text{custos de transação})_t, \ln(\text{riscopaís})_t, \ln(\text{PIB})_t, \ln(\text{PIB})_{t-1})$$

ou

$$\ln(\text{crédito})_t = \alpha + \beta_1 \ln(\text{crédito})_{t-1} + \beta_2 \ln(\text{crédito})_{t-2} - \beta_3 \ln(\text{custos de transação})_t - \beta_4 \ln(\text{riscopaís})_t + \beta_5 \ln(\text{PIB})_t + \beta_6 \ln(\text{PIB})_{t-1}$$

- Exercício B:

$$\ln(\text{crédito})_t = (\ln(\text{crédito})_{t-1}, \ln(\text{crédito})_{t-2}, \ln(\text{custos de transação})_t, \ln(\text{riscopaís})_t)$$

ou

$$\ln(\text{crédito})_t = \alpha + \beta_1 \ln(\text{crédito})_{t-1} + \beta_2 \ln(\text{crédito})_{t-2} - \beta_3 \ln(\text{custos de transação})_t - \beta_4 \ln(\text{riscopaís})_t$$

Foi também considerado seguir Carneiro *et al.* (2006) e estimar o mercado de crédito pelo método GMM (*Generalized Model of Moments*), aceitando a hipótese de que o volume de crédito concedido é um resultado do equilíbrio entre oferta e demanda. Em que o modelo ficava da seguinte forma:

- Exercício C:

$$\ln(\text{crédito})_t = (\ln(\text{crédito})_{t-2}, \ln(\text{custos de transação})_t)$$

$$\text{Variáveis Instrumentais : } \ln(\text{risco país})_t, \ln(\text{PIB})_t, \ln(\text{PIB})_{t-1}$$

No entanto, os resultados do modelo, apresentados na TABELA 2 mostram uma fraca ortogonalidade entre as variáveis instrumentais e a variável endógena, que é medida pela estatística J de Hansen e testa a ortogonalidade e a sobre-identificação das variáveis instrumentais. Há duas explicações possíveis tal comportamento. A primeira é de que realmente o mercado de crédito é controlado pela oferta de crédito, o que aplica um caráter passivo à demanda. Como esta pode ser uma razão contestável, a segunda razão seria a forma como o mercado de crédito foi estimado.

**TABELA 2 – Resultados das Estimativas por GMM**

**Variável Dependente:** *Volume de Concessões de Crédito Pessoal*

**Variáveis Instrumentais:**  $\ln(\text{PIB})_t, \ln(\text{PIB})_{t-1}, \ln(\text{PIB})_{t-2}, \ln(\text{risco país})_t$

**Método:** *Generalized Model of Moments*

Variáveis Explicativas	Exercício C
$\alpha$	<b>-19,41797*</b> (-3,361669)
$\beta_1$	<b>2,108632*</b> (6,402507)
$\beta_2$	<b>0,894514*</b> (3,292033)
<b>R<sup>2</sup> Ajustado</b>	0,733284
<b>Desvio-Padrão da Regressão</b>	0,182439
<b>SQR</b>	3,062135
<b>Estatística-J</b>	0,010329

Fonte: Elaboração própria.

Nota: Estatística-t entre parênteses. \*Significância a 1%.

Carneiro *et al.* (2006) apontam especificamente para problemas de indeterminação advindos da estimação das operações de crédito em função da taxa de juros, assumindo que o

primeiro é um produto e o segundo é o seu preço, já que ambas variáveis podem ser tanto de oferta como de demanda. Eles afirmam que regredir uma série de preço observado sobre uma série de quantidade observada representa apenas pontos de equilíbrio e o significado econômico não existe. Assim, a segunda hipótese para a impossibilidade de estimar por GMM é de que o modelo estimado não realiza uma regressão de uma série de preços sobre uma série de quantidade, pois a taxa de juros não faz parte da análise aqui realizada e sim a variável custos de transação. Por fim, pode-se ainda destacar a possível endogeneidade da variável renda, que torna o modelo insustentável. Portanto, explica-se porque a estimação mostrou-se estatisticamente insignificante e ratifica-se a utilização da estimação simples por MQO.

#### **5.4 Resultados**

Alguns testes foram realizados para comprovar a robustez das regressões. O primeiro deles foi o teste de raiz unitária em cada uma das variáveis para descobrir se elas são estacionárias ou não. Todas as variáveis mostraram-se não estacionárias com ordem de integração 1. Este resultado levou ao teste de co-integração que permite a aceitação da hipótese de existência de vetores de co-integração. Com isso, pode-se passar à estimação do modelo por MQO.

**TABELA 3 – Resultados das Estimativas por MQO**



Variável Dependente: *Volume de Concessões de Crédito Pessoal*

Método: *Regressão Linear Simples*

Variáveis Explicativas	Exercício A	Exercício B
$\alpha$	<b>14,95375*</b> (5,35217)	<b>6,873496*</b> (4,428011)
$\beta_1$	<b>0,291155*</b> (3,620676)	<b>0,202023**</b> (2,260558)
$\beta_2$	<b>0,306119*</b> (4,647029)	<b>0,418175*</b> (4,744208)
$\beta_3$	<b>-0,28273*</b> (-4,106089)	<b>-0,127132**</b> (-1,996797)
$\beta_4$	<b>-0,118558*</b> (-4,926044)	<b>-0,12018*</b> (-4,66297)
$\beta_5$	<b>0,724586*</b> (3,394723)	---
$\beta_6$	<b>-1,349753*</b> (-5,55291)	---
<b>R<sup>2</sup></b>	0,968665	0,956572
<b>R<sup>2</sup> Ajustado</b>	0,966529	0,954642
<b>Desvio-Padrão da Regressão</b>	0,064629	0,075235
<b>SQR</b>	0,367571	0,509434

Fonte: Elaboração própria.

Nota: Estatística-t entre parênteses. \*Significância a 1%. \*\*Significância a 5%.

Pelos resultados do modelo apresentados na TABELA 3, todas as variáveis são estatisticamente significantes, com os sinais esperados a 1% e 5% de significância. Para comprovar robustez, foram realizados testes de heteroscedasticidade, autocorrelação, normalidade e de especificação. Nos dois exercícios os modelos têm resíduos com distribuição normal, são homocedásticos, sem autocorrelação e estão especificados corretamente. Porém, no primeiro modelo, houve forte correlação entre o PIB e a variável concessões de crédito pessoal, demonstrando que a hipótese de que a renda é uma variável endógena possivelmente é verdadeira. Desta forma, o modelo a ser analisado será o Exercício B, que exclui o PIB da estimação.

Como a forma utilizada foi log-log, os coeficientes medem de forma mais visível qual é o impacto de cada uma das variáveis sobre o volume de crédito concedido, já que eles mensuram a elasticidade da variável dependente em relação à variável independente. Isto é, supondo uma regressão linear com a seguinte forma funcional,  $\ln Y_t = \alpha + \beta_1 \ln X_t + \varepsilon_t$ , em que  $Y_t$  é a variável dependente e  $X_t$ , a variável independente, o coeficiente  $\beta_1$ , representará a inclinação da curva no ponto t, isto é,  $Elasticidade = \frac{(dY)/Y}{(dX)/X} = \frac{d \ln Y}{d \ln X} = \frac{(Y_t - Y_{t-1})/Y_{t-1}}{(X_t - X_{t-1})/X_t} = \beta_1$ .

Destarte, os coeficientes estimados no exercício B refletem a elasticidade da oferta de crédito (concessões de crédito) frente a mudanças nas variáveis explicativas, isto é, frente a mudanças nos custos de transação e no risco-país. Como é observado, uma variação de 1% nos custos de transação gera uma variação negativa de 0,127% na oferta de crédito. Esse resultado indica que as concessões de crédito pessoal estão relacionadas aos de custos de transação de forma adversa e que uma variação negativa nesses custos (isto é, uma redução dos custos de transação) possui um grau relativamente alto de impacto sobre o nível de concessões de crédito de pessoal no país. E não apenas isso, como os custos de transação no período analisado sofreram uma queda gradual, os resultados mostram que esta melhoria teve sim impacto sobre a oferta (que aumentou), despontando como um importante fator para a expansão do crédito pessoal no país. Ratifica-se, desta forma, a influência dos custos de transação enquanto variável exógena que gera reflexos e altera resultados no mercado de crédito pessoal brasileiro.

Analogamente, uma variação de 1% no risco-país gera um impacto negativo de 0,12% sobre as concessões de crédito. O risco-país é a variável que mede a estabilidade macroeconômica e também incute em si o papel de avaliação da estabilidade institucional macro, que inclui variáveis como o ambiente político e a credibilidade institucional. Deste modo, pode-se entender que a confirmação de que o risco-país possui relação negativa com as concessões de crédito pessoal mostra como o mercado de crédito reage às alterações de incerteza e credibilidade que esta variável busca quantificar.

Se analisadas de forma conjunta, o peso das duas variáveis chega a alcançar uma elasticidade de um quarto. Isto mostra que tanto as variações nos custos de transação *de mercado*

como as variações de estabilidade macroeconômica e institucional devem ser consideradas quando da busca pela compreensão e aprimoramento do mercado de crédito. Já que estas variáveis possuem um grande peso em termos de seu poder de impacto sobre o mercado de crédito brasileiro, elas podem representar uma forte melhoria dos resultados do mercado, se corretamente atacadas.

É importante salientar que os resultados revelam que a hipótese de que custos de transação *de mercado* são relevantes para o mercado de crédito não pode ser rejeitada. Além disso, os números mostram um peso significativo desses custos sobre a oferta de crédito com impactos negativos, isto é, à medida que os custos de transação aumentam, reduz-se o volume de concessões de crédito pessoal no país.

Desta forma, pode-se enxergar o círculo se fechando: a hipótese de que custos de transação afetam o mercado de crédito brasileiro advém dos pressupostos de que os agentes econômicos possuem racionalidade limitada e podem ser oportunistas. Estes pressupostos levam a problemas de informação assimétrica, incerteza institucional e ineficiência de *enforcement*, que geram custos de transação nos mercados. Estes custos de transação podem ser divididos em três categorias, sendo a dos custos de transação *de mercado* a que mais reflete a ineficiência do *enforcement* e a informação assimétrica. Especificamente no mercado de crédito brasileiro, esses custos de transação *de mercado* se refletem em taxas de juros mais elevadas e, frente ao mercado de crédito pessoal, eles possuem um impacto negativo sobre a oferta. Pode-se concluir que um aumento da informação assimétrica ou da ineficiência do *enforcement* eleva os custos de transação *de mercado* que por sua vez reduzem a oferta de crédito pessoal do país.

## 6 CONCLUSÃO

A teoria dos custos de transação é construída a partir de duas suposições simples e aparentemente óbvias: a de racionalidade limitada (isto é, que o ser humano busca maximizar sua utilidade, mas é limitado, não apenas por sua restrição orçamentária, mas em termos de habilidades, tempo e conhecimento) e a de que o ser humano possui um viés para se comportar de forma oportunista, que não necessariamente está incutido em todos os indivíduos, mas que pode estar, e com um agravante, nem sempre este é um viés passível de identificação *a priori*.

Estes pressupostos justificam a construção de uma teoria que utiliza os custos de transação como instrumentos para explicar os resultados de mercado. A racionalidade limitada e o oportunismo geram problemas de interação e levam à necessidade de se gastar recursos para a manutenção de um sistema econômico e para estabelecer, manter e mudar um ambiente institucional. Nesse sentido, os custos de transação podem ser divididos em custos de transação políticos, administrativos e *de mercado*. Estes últimos são os que estão mais intimamente ligados aos problemas contratuais.

Diz-se problemas contratuais, porque contratos são invariavelmente incompletos, sendo-os por vários motivos, desde a impossibilidade de descrever todos os estados da natureza possíveis até a utilização de comportamento estratégico pelas partes. Por serem incompletos, os contratos precisam de mecanismos auxiliares que incentivem seu cumprimento por meio de recompensas e punições. Além disso, há necessidade de uma terceira parte que viabilize sua execução, o chamado *enforcement*, que se constitui em um dos principais fatores que podem contribuir para a redução de custos de transação.

O *enforcement*, no entanto, está ligado à estrutura de incentivos de uma sociedade, sendo ela ditada pelo ambiente institucional vigente. É o ambiente institucional que define os direitos de propriedade e as regras que moldam o formato das transações e os modos de governança. É por essa razão que o ambiente institucional deve ter um caráter de estabilidade, pois uma de suas principais funções é a de reduzir incertezas. No entanto, o ambiente institucional sofre constantes mudanças que podem ser endógenas (impulsionadas por agentes internos) e exógenas (

ocasionadas por fatores alheios ao ambiente). O relevante é compreender que, independentemente de sua fonte, ocorrem mudanças que acarretam um encadeamento de ações e reações que acabam por afetar os resultados econômicos dos mercados.

Essa lógica pode ser transferida para o mercado de crédito, enfatizando que as transações do mercado de crédito são, essencialmente, viabilizadas por contratos. Como contratos são incompletos, os custos de transação *de mercado* tomam maior amplitude e tornam-se um dos focos das instituições financeiras. A busca pela redução desses custos é intensa e, também, contínua.

Assim, as instituições buscam a construção de contratos financeiros que gerem o melhor resultado e, para tanto, investem na coleta, processamento e seleção de informações. Essas informações são utilizadas para a confecção dos contratos, para avaliação e identificação da tipologia dos clientes, para criar uma estrutura de incentivos de cumprimento de contratos (sujeitos a recompensa e punição) e para se proteger de comportamentos oportunistas perante um *enforcement* ineficiente. Além disso, mecanismos que monitorem o cliente são também utilizados, como o colateral e as cláusulas impositivas, visando a restringir o raio de ação do tomador e reduzir riscos.

As instituições financeiras levam em consideração a questão do *enforcement* por ser um fator que pode aumentar ou reduzir riscos de perdas. Havendo um ambiente institucional inóspito para o credor (isto é, uma base legislativa viesada em prol do devedor), são reduzidas as expectativas de que os contratos serão cumpridos. Isto ocasiona maiores custos de transação no mercado, uma vez que a instituição financeira não poderá sustentar-se na opção do *enforcement* enquanto agente que executa contratos e então aumentará preços e direcionará recursos em busca de alternativas.

Destarte, avaliar o mercado de crédito brasileiro sob a ótica da Economia dos Custos de Transação é enxergar como essas relações se dão no ambiente institucional do país. Sabe-se que o mercado de crédito brasileiro oferta quantidade reduzida de crédito e a preços elevados,

denotando sinais de um resultado de mercado não eficiente. Este resultado é, como foi mostrado, fruto de uma combinação de fatores, em que se inserem os custos de transação *de mercado*.

Os custos de transação *de mercado* no Brasil podem ser destacados em duas vertentes principais: informação e *enforcement*. Os custos de transação *de mercado* que advêm de problemas informacionais estão ligados ao baixo nível de cobertura dos sistemas de compartilhamento brasileiros. Há um viés para o compartilhamento de informações negativas e para o monopólio de informações negativas, que geram a possibilidade de extração de renda dos tomadores por parte da instituição financeira, por meio da cobrança de taxas de juros maiores.

Problemas informacionais influenciam de forma negativa em várias ações que geram custos de transação mas, especificamente, em relação aos custos de mercado, eles impactam mais fortemente a preparação de contratos e o monitoramento. Na preparação de contratos, a coleta e processamento de informações são de grande relevância para a correta identificação e seleção do tomador, reduzindo riscos de oportunismo. No monitoramento, os sistemas de informação são de grande valia ao mecanismo de incentivos, em que o tomador, ao cumprir ou não o contrato, é recompensado ou punido por meio da divulgação de sua ação no sistema. Como no Brasil os sistemas de informação são pouco evoluídos e essencialmente utilizam informações negativas, as instituições financeiras acabam por utilizar uma base informacional pouco acurada e priorizam as informações positivas que captam de seu relacionamento com os clientes. Desta forma, pode-se afirmar que problemas informacionais é uma das fontes dos custos de transação *de mercado* no país.

A segunda fonte principal de custos de transação *de mercado* é a ineficiência do *enforcement*. Como amplamente discutido ao longo do trabalho, o ambiente institucional brasileiro é permeado por uma incerteza jurisdicional, que tem suas raízes na morosidade do sistema judiciário, nos altos custos de acesso (e manutenção, uma vez que questões judiciais demoram para serem resolvidas) e em sua imprevisibilidade. No caso do mercado de crédito, um dos fatores que causam a imprevisibilidade é o viés que os magistrados dão à importância da justiça social frente ao cumprimento de contratos, o que pode acarretar grandes perdas para as instituições financeiras. A morosidade e os altos custos entram como questões que diretamente

influem nos custos e acabam por funcionar como incentivo para a não utilização da justiça. Desta forma, frente à possibilidade de interpor uma ação judicial, esta demorar, ser cara, e ainda por cima não ser favorável à instituição financeira, simplesmente os meios legais para o *enforcement* no Brasil passam a ser descartados e apenas utilizados em casos de grandes empréstimos. Como fonte de custos, a ineficiência do *enforcement* mostra claramente seu papel enquanto fator que influencia a conclusão de contratos (barganha, negociação e tomada de decisão) e o monitoramento (principalmente, estrutura de incentivos à execução contratual).

Uma importante consequência dessa ineficiência é a utilização de mecanismos extrajudiciais e alternativos que visam a incentivar o tomador de empréstimos a cumprir com o contrato e também visam à recuperação de créditos. Dentre eles estão as cláusulas impositivas que restringem o raio de ação do tomador bem como a utilização do crédito consignado à folha de pagamentos da empresa, em que a empresa atua como avalista do funcionário. Aliado a isto está a cobrança de empréstimos por meio de agências privadas e negociações individuais como forma de recorrer a alternativas que sejam mais viáveis em termos de custos. Estas são algumas das consequências de se possuir um mercado de crédito com custos de transação tão difundidos e enraizados.

Algumas mudanças institucionais foram colocadas em prática com o intuito de atacar de forma direta ou indireta parte desses problemas. Entre 2000 e 2007 foram sancionadas alterações com o objetivo de reduzir o incentivo ao comportamento oportunista e de disseminar a informação e aumentar a concorrência entre as instituições, aprimorando os resultados do mercado. Aliado a isto, foram realizadas mudanças no âmbito legislativo que visavam à redução dos problemas ocasionados pelo *enforcement* ineficiente que se apresenta no Brasil, porém estas podem ser vistas como “uma forma de contornar o problema” por não enfrentarem diretamente a ineficiência do *enforcement*.

Esta análise pôde ser ratificada pelo exercício realizado no último capítulo. A comprovação econométrica de que custos de transação *de mercado* afetam adversamente o nível de concessões de crédito pessoal no Brasil pode ser vista como um importante passo. A leitura

que pode ser feita dos resultados apresentados é de que os custos de transação *de mercado* são responsáveis por parte relevante da reduzida oferta de crédito pessoal.

Deste modo, pode-se concluir que o mercado de crédito brasileiro possui custos de transação *de mercado* não-nulos, frutos, em especial, de uma assimetria informacional elevada e um *enforcement* ineficiente, interferindo na lógica dos contratos e gerando incentivos distorcidos aos agentes da economia. De fato e como apresentado no estudo, compreende-se que esses custos contribuem negativamente para o fornecimento de crédito pessoal, denotando sua influência sobre os determinantes do mercado.



**REFERÊNCIAS**

ALCHIAN, Armen A. e DEMSETZ, Harold. “Production, Information Costs, and Economic Organization” *The American Economic Review*, vol. 62, n° 5, dez/1972, p. 777-795

ALLEN, Douglas W. “Transaction Costs”, Disponível em: <<http://allserv.rug.ac.be/gdegeest/0740art.htm>>. Acesso em: 28 de março de 2008, p. 893-926.

ALMEIDA, Daniel D. de Castro e JÚNIOR, Frederico G. Jaime. “Bancos e Concentração do Brasil: Um Estudo com Dados em Painel para os Estados (1995-2004)” *Anais do XXXV Encontro Nacional de Economia*, 2007.

Disponível em: <http://www.anpec.org.br>. Acesso em: 27 de junho de 2008.

ANDERLINI, Luca e FELLI, Leonardo “Incomplete Written Contracts: Undescribable States of Nature” *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Pres, vol. 109, n° 4, nov/1994, p. 1085-1124.

ARAÚJO, Eliane Cristina e DIAS, Joilson. “Endogeneidade do Setor Financeiro e Crescimento Econômico: Uma análise Empírica para a Economia Brasileira (1980 – 2003)” *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, 10 (3), 2006, p.575-610.

ARAÚJO, Aloísio e LUNDBERG, Eduardo. “A nova lei de falências: uma avaliação”. *Economia Bancária e Crédito - Avaliação de 4 anos do projeto Juros e Spread Bancário*. Banco Central do Brasil, dez/2003, p. 44-57.

ARCOVERDE, Guilherme Lins. “O Mercado de Crédito no Brasil”. *Notas Técnicas Banco Central do Brasil*, n° 15, novembro de 2002.

ARIDA, Persio, BACHA, Edmar Lisboa e LARA-RESENDE, André. “Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil.”, 2004.

Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/seminaries>>. Acesso em: 10 de julho de 2008.

AXELROD, R.. “The Evolution of Cooperation”. Ed. Penguin Books, New York. 1984, p. 241.

BACEN – Banco Central do Brasil. Disponível em: <[www.bacen.gov.br](http://www.bacen.gov.br)>. Acesso em: 12 de setembro de 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL, “Juros *Spread* Bancário – Evolução e Medidas” *Relatório de Economia Bancária e Crédito*, capítulo 01, 2005, p. 9-28.

BESANKO, David e THAKOR, Anjan V. “Collateral and Rationing: Sorting Equilibria in Monopolistic and Competitive Credit Markets.” *International Economic Review*, Vol. 28, n° 3 out/1987, p. 671-689.

BESTER, Helmut. Screening vs. Rationing in Credit Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*, Vol. 75, 1985, p. 850-855.

BIB – Banco Interamericano de Desenvolvimento. “Libertar o Crédito” *Progresso Econômico e Social na América Latina – Relatório*, Ed. Campus, 2005.

BIGNOTTO, Fernando G. e RODRIGUES, Eduardo Augusto de Souza. “Fatores de Risco e o *Spread* Bancário”. Banco Central do Brasil, *Trabalhos para Discussão*, n° 110, jul/2006.

BOMMEL, Jos Van “Risk Sharing in a World with Processing Costs: Trading versus Banking”, Disponível em: <http://www.sbs.ox.ac.uk/faculty/Van+Bommel+Jos/Van+Bommel+Jos.htm>  
Acesso em : 07 de maio de 2008.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier. “Convenants: Instrumento de Garantia em *Project Finance*” *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, Vol. 6, n° 11, jun/1999, p. 117-136.

BORGES, Xavier Ferreira e JUNIOR, Sebastião Bergamini. “O Risco Legal na Análise de Crédito” *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, Vol. 8, n° 16, dez/2001, p. 215-260.

BRYSON, John, MAITLAND, Ian, VAN de VEN, Andrew. “Sociologist, Economists, and Opportunism.” *The Academy of Management Review*. Ed. Academy of Management. Vol. 10, n° 1, jan/1985, p. 59-65

CAMERER, Colin F. e LOEWENSTEIN, George “Behavioral Economics: Past, Present and Future”. IN: CAMERER, Colin F, LOEWENSTEIN, George e RABIN, Matthew. *Advances in Behavioral Economics*. Princeton University Press, 2003.

COASE, R.H. “The Nature of the Firm”, *Economica*, New Series Vol. 04, N° 16, nov/ 1937, p. 387-405

CABRAL, Célia e PINHEIRO, Armando Castelar. “Mercado de Crédito no Brasil: O Papel do Judiciário e de outras Instituições” *Ensaio BNDES*, n° 9, Rio de Janeiro, dez/1998.

CARNEIRO, Dionísio Dias, SALLES, Felipe Monteiro, WU, Thomas Yen Hon. “Juros, Câmbio e as Imperfeições do Canal de Crédito.” *Revista Economia Aplicada* 10 (1), jan-mar/2006, p. 7 - 23.

CARVALHO, Antonio Gledson de. “Lei de Falência, Acesso ao Crédito Empresarial e Taxa de Juros no Brasil”. *Revista de Economia Política*, vol. 25, nº 1 (97), jan-março/2005, p. 112-132.

CHU, Victorio Yi Tson e SCHECHTMAN, Ricardo. “O Uso de Informações no Crédito bancário”. *Economia Bancária e Crédito: Avaliação de quatro anos do projeto Juros e Spread Bancário*. Banco Central do Brasil, capítulo VII, dez/2003, p.68-77.

COELHO, Christiano Arrigoni e FUNCHAL, Bruno. “Strategic Default and Personal Credit: The Brazilian Natural Experiment.” *ANPEC: Anais do XXXIV Encontro Nacional de Economia*, nº 97, 2006.

COMMONS, John. *Institutional Economics*. Madison, University of Wisconsin Press, 1934.

COSMIDES, Leda e TOOBY, John. “Better than Rational: Evolutionary Psychology and the Invisible Hand”, *The American Economic Review*, Vol. 84, nº 2, Papers and Proceedings of the Hundred and Sixth Annual Meeting of the American Economic Association, mai/1994, 327-332.

COSTA, Ana Carla Abrão. “Sistemas Legais de Insolvência, Incentivos e Mercado de Crédito: uma abordagem institucional.” *Anais do XXXII Encontro Nacional de Economia*. ANPEC, 2004.

COSTA, Ana Carla A. e MELLO, João M. P. de “Judicial Risk and Credit Market Performance: Micro Evidence from Brazilian Payroll Loans” Banco Central do Brasil, Working Paper Series nº 102, abr/2006.

COSTA, Ana Carla Abrão, e NAKANE, Márcio I. “A decomposição do *Spread* Bancário no Brasil” In: BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Economia bancária e crédito: avaliação de 5 anos do projeto juros e spread bancário*. Brasília, DF, 2004. p. 5-16.

Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/>>

Acesso em: 27 de junho de 2008.

DAL ZOT, Willi “Matemática Financeira” Ed. UFRGS. 2006, 192 p.

DE PAULA, Luiz Fernando Rodrigues. “Tamanho, Dimensão e Concentração do Sistema Bancário no Contexto de Alta e Baixa Inflação no Brasil.” *revista Nova Economia*, Vol. 8, nº 1, jul-dez/1998, p. 87-116.

DJANKOV, Simeon. e McLiesh, Caralee. e Shleifer, Andrei. “Private Credit in 129 Countries” National *Bureau* of Economic Research, Working Paper n° 11078, jan/2005.

DYE, Robert A. “Costly Contract Contingencies” *International Economic Review*, vol. 26 n°1, fev. 1985, p. 233-250.

EINHORN, Hillel J. e HOGARTH, Robin M. “Decision Making under Ambiguity”, IN: HOGARTH, Robin M. e REDER, Melvin, W. *Rational Choice: The Contrast between Economics and Psychology*, Chicago and London: The University of Chicago Press, 1987.

ELSTER, Jon. “When Rationality Fails”, In COOK, K and LEVI, M. *The Limits of Rationality*, Chicago University Press, Chicago, 1990, p. 19-51.

ENGERMAN, S.L., SOKOLOFF, K.L. “Institutional and Non-Institutional Explanations of Economic Differences.” In: MENARD, C. e SHIRLEY, M. *Handbook of New Institutional Economics*. Dordrecht: Springer, 2005.

FREIXAS, X., and Rochet, J-C. *Micro-economics of Banking*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1997.

FACHINI, Cristina, *Sustentabilidade Financeira e Custos de Transação em uma Organização de Microcrédito no Brasil*, Dissertação (Mestrado) – ESALQ, 2005.

FRASCAROLI, Bruno Ferreira, JÚNIOR, João Alves Pereira, FILHO, Osvaldo Cândido da Silva. “Informações Assimétricas no Mercado de Crédito: Uma abordagem sobre comportamento dos bancos.” *Anais do X Encontro Regional de Economia, Banco do Nordeste*, 2005.

Disponível em: <[www.bnb.gov.br](http://www.bnb.gov.br)>

Acesso em: 02 de julho de 2008.

FUCIDJI, José Ricardo e MENDONÇA, Diogo de Prince “Os determinantes do Crédito Bancário: uma análise com dados em painel para as maiores instituições.” In: 35° Encontro Nacional de Economia da ANPEC, 2007, Recife. 35° Encontro Nacional de Economia da ANPEC, 2007.

FURUBOTN, Eirik G.; RICHTER, R. *Institutions and economic theory: the contribution of the new institutional economics*, Ann Arbor, Michigan: University of Michigan Press, 2000.

HART, Oliver e MOORE, John. “Incomplete Contracts and Renegotiation” *Econometrica*, Vol. 56 n° 4, jul/1988, p. 755-785.

HART, Oliver e MOORE, John “Foundations of Incomplete Contracts” *Review of Economic Studies*, Ed: The Review of Economic Studies Ltd. Vol. 66, n°1, Special Issue: Contracts, jan/1999, p. 115-138.

HILL, Charles W.L. “Cooperation, Opportunism and the Invisible Hand: Implications for Transaction Cost Theory” *The Academy of Management Review*, vol. 15, n° 3, jul/1990, p. 500-513.

IGAWA, Kazuhiro e KANATAS, George. “Assymetric Information, Collateral and Moral Hazard” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 25, n° 4, dez/1990.

#### IPEADATA

Disponível em: <[www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br)> Acesso em: 10 de setembro de 2008.

JAPPELLI, Tullio, and PAGANO, Marco. “ Information Sharing, Lending and *Defaults: Cross-country Evidence*,” University of Salerno: CSEF Working Paper, n° 22, 1999.

JAPPELLI, Tullio e PAGANO, Marco. “Information Sharing in Credit Markets: A survey”. CSEF: Centro Studi in Economia e Finanza, Working Paper n° 36, mar/2000.

JIMÉNEZ, Gabriel e SAURINA, Jesús. “Loan Characteristics and Credit Risk” *BIS: Banking and Financial Stability: A Workshop on Applied Banking Research*, mar/2003, 35p.

KAHNEMAN, Daniel. “Maps of Bounded Rationality: A perspective on intuitive judgement and choice.” Nobel Prize Lecture, 2002.

Disponível em: <<http://nobelprize.org/economics/laureates/2002/kahnemann-lecture.pdf>>

Acesso em: 21 de janeiro de 2008.

KAHNEMAN, Daniel e TVERSKY, Amos. “Rational Choice and the Framing of Decisions” IN: COOK, Karen Schweers e LEVI, Margaret. *The Limits of Rationality*. Chicago: University of Chicago Press, 1990.

KING, Robert G e LEVINE, Ross “Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right”. *Quarterly Journal of Economics – MIT Press*. Vol. 108, n° 3, ago/1993, p. 717-737.

KUMAR, Anjali. “Access to Financial Services in Brazil” World Bank. *Directions to Development*, n° 30858, seção 6, 2005, p. 337-379.

KUMAR, Anjali e FRANCISCO, Manuela. "Enterprise Size, Financing Partners and Credit Constraints in Brazil: Analysis of data from the investment climate assessment survey." World Bank Working Paper n° 49, report n° 32334, 2005.

LAEVEN, Luc e MAJNONI, Giovanni. "Does Judicial Efficiency Lower the Cost of Credit?" World Bank Working Paper n° 3159, out/2003.

LA PORTA, Rafael e LOPEZ, De-Silanes, Florencio. "Creditor protection and bankruptcy law reform". Resolution of Financial Distress. Claessens,S. and Mody, A.(Eds.) World Bank Institute, 2001, p. 65-90.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES Florencio, SHLEIFER ,Andrei e VISHNY ,Robert. "Law and Finance", Journal of Political Economy, Vol. 106, 1998, p. 1113-1155.

LATRUFFE, Laure e PETRICK, Martin. "Credit Access and Borrowing Costs in Poland's Rural Financial Market: A Hedonic Price Approach." 77th AES Annual Conference - University of Plymouth, abr/2003.

LEVINE, Ross. "The Legal Environment, Banks and Long-run Economic Growth" Journal of Money, Credit and Banking, vol. 30 n° 3, ago/1998, Part 2, p. 596-613.

LLEWELLYN, Karl N., "What Price Contract? – An Essay in Perspective" Yale Law Journal, Vol. 40, mai/1931, p. 704-51.

MASUKO, Luis & MARUFU, Desmond. "The Determinants of Transactions Cost And Access to Credit by SMEs and the Poor In Zimbabwe". IFLIP Research Paper 03-9. International Labour Organization, 2003

MATHEWS, R.C.O. "The Economics of Institutions and the Sources of Growth", The Economic Journal, Vol. 96, n° 384, dez/1986, p. 903-918.

MENARD, Claude. "A New Institutional Approach to Organization" IN: Section 4, "Modes of Governance" - MENARD C. e SHIRLEY M. "Handbook of New Institutional Economics" Ed. SPRINGER, cap. 12, 2005, p. 281-318.

MILGROM, Paul e ROBERTS, John. "Economics, Organization and Management", Englewood Cliffs: Prentice Hall, cap.5, 1992, p.126-162.

MISHKIN, Frederic S. Moedas, Bancos e Mercados Financeiros, Editora LTC, 5ª Ed., 2000.

MOURA, Alkimar e PINHEIRO, Armando Castelar. “Segmentação e Uso de Informação nos Mercados de Crédito Brasileiros”. BNDES Textos para Discussão, n° 88, Rio de Janeiro, fev/2001.

MULLAINATHAN, Sendhill e THALER, Richard H. “Behavioral Economics” NBER Working Paper, n° 7948, out/2000.

NORTH, Douglass C. “Institutions”, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 05, n° 01, Inverno, 1991, p. 97-112.

NORTH, Douglass C. “Institutions, Institutional Change and Economic Performance” Cambridge University Press, New York, 1990.

NORTH, Douglass C. “Understanding the Process of Economic Change”, 1999.

NORTH, Douglass C. Custos de transação, instituições e desempenho econômico. Rio de Janeiro: Instituto Liberal, 3ª ed., 1994.

NORTH, Douglass C. Custos de transação, instituições e desempenho econômico. Rio de Janeiro: Instituto Liberal, 1994. 3ª Edição, 2006.

OREIRO, José Luís da Costa, DE PAULA, Luiz Fernando, DA SILVA, Guilherme Jonas Costa e ONO, Fábio Hideki. “Determinantes Macroeconômicos do *Spread* Bancário no Brasil: Teoria e Evidência Recente.” Revista de Economia Aplicada, São Paulo, Vol. 10, n° 4, out – dez/2006.

PINHEIRO, Armando Castelar. “Economia e Justiça: Conceito e Evidência Empírica.” Estudos IFB – Instituto Futuro Brasil, jul/2001.

PINHEIRO, Armando Castelar. “Judiciário, Reforma e Economia: A Visão dos Magistrados.” IPEA – Texto para Discussão, n° 966, Rio de Janeiro, jul/2003.

POLSKI, Margaret M. “Measuring Transaction Costs and Institutional Change in the U.S. Commercial Banking Industry” Institute for Development Strategies Discussion Paper ISSN 01-3, jan/2001.

POZZOLO, Alberto F., "Secured Lending and Borrowers' Riskiness", SSRN – Eletronic Paper Collection, mai/2005.

QIAN, Jun e STRAHAN, Philip E. “How Law and Institutions Shape Financial Contracts: The Case of Bank Loans”. National *Bureau* of Economic Research, Working Paper Series 11052, jan/2005.

ROCHA, Bruno de Paula e NAKANE, Márcio I. “Sistema Financeiro e Desenvolvimento Econômico: Evidências de Causalidade em um Painel sobre o Brasil.” ANPEC – Anais do XXXV Encontro Nacional de Economia, 2007.

RODRIGUES, Eduardo A. S., CHU, Victorio, ALENCAR, Leonardo S. e TAKEDA, Tony. “O Efeito da Consignação nas Taxas de Juros dos Empréstimos Pessoais” Banco Central do Brasil. Trabalhos para Discussão, nº 108, jun/2006.

SCHECHTMAN, Ricardo. “A Central de Risco de Crédito no Brasil: uma análise de utilidade de informação.” Banco Central do Brasil – Textos para Discussão, nº 119, out/2006.

SECURATO, José Roberto (Coordenação). “Crédito: Análise e Avaliação de Risco – Pessoas Físicas e Jurídicas.” Ed. Santi Paul Institute of Finance, 2007, 355 p.

SIMON, Hebert A. “Rationality in Psychology and Economics”, In Hogarth, R & Reder, M. Rational Choice, The University of Chicago Press, Chicago, 1987, p. 25-40.

SIMON, Hebert A. “Organizations and Markets”. The Journal of Economic Perspectives, Vol. 5, nº 2, 1991, p. 25-44.

SIPPEL, Reinhard. “An Experiment on the Pure Theory of Consumer’s Behavior”, The Economic Journal, nº 107, 1997, p. 1431-1444.

SOARES, Ricardo Pereira. “Evolução do Crédito de 1994 a 1999: uma Explicação.” Texto para Discussão Ipea nº 808, Brasília, jul/2001.

SOBRINHO, Nelson F. S. “Uma Avaliação do Canal de Crédito no Brasil” Dissertação de Mestrado, 25º Prêmio BNDES de Economia, BNDES, Rio de Janeiro, 2003.

SPIER, Kathrin E. “Incomplete Contracts and Signalling” The RAND Journal of Economics, Vol. 23, nº 3, out/1992, p. 432-443.

STIGLITZ, Joseph E. e Weiss, Andrew. “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”. American Economic Review, Vol. 71, 1981, p. 393 – 410.



STIGLITZ, Joseph E. e WEISS, Andrew. “Asymmetric Information in Credit Markets and its Implications for Macro-Economics”. Oxford Economic Papers, New Series, vol. 44, n° 4, Special Issue in Financial Markets, Institutions and Politics, out/1992, p. 694-724.

VASCONCELOS, Marcos R., SCORZAFAVE, Luiz G., FUCIDJI, José R. e ASSIS, Dannyel L. “O Todo e as Partes: uma Análise da Desigualdade de Crédito entre os Estados Brasileiros e os Determinantes do Crédito Bancário com a Aplicação de Dados em Painel”. Economia e Sociedade, n° 22, jan-jun/2004, p. 123-149.

WILLIAMSON, Oliver “The Economic Institutions of Capitalism” Ed.The Free Press: New York, 1985.

WILLIAMSON, Oliver. “Transaction Cost Economics”, IN SCHMALENSE, R. & R.D. WILING, Handbook Of Industrial Organization. Elsevier Science Publishers, Vol. 1, 1989, p. 135-182.

WILLIAMSON, Oliver E. “Opportunism and its Critics” Managerial and Decision Economics, Vol. 14, n° 2, Special Issue: Transaction Costs Economics, mar-abr/1993, p. 97-107.

WILLIAMSON, Oliver e MASTEN, Scott E (Org.). Introduction. In: WILLIAMSON, Oliver e MASTEN, Scott E. The Economics of Transaction Costs. Northampton: Edward Elgar Publishing, 1999, p. 9-22.

WILLIAMSON, Oliver. “The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead”. Journal of Economics Literature, Vol. 38, set/2000.

WILLIAMSON, Oliver E. “The Lens of Contract: Private Ordering” The American Economic Review, Vol. 92 n° 2, Paper and Proceedings of The One Hundred Fourteenth Annual Meeting of The American Economic Association, mai/2002, p. 438-443.

WILLIAMSON, Oliver. “Por que Direito, Economia e Organizações?” In: ZYLBERSZTAJN, Décio e STAJN, Rachel (Org.). Direito e Economia, Rio de Janeiro: Elsevier, Cap. 2, 2005, p.16-59.

WORLD BANK, “Brazil: Interest Rates and Intermediation *Spreads*.” Report n° 36628-BR, jun/2006.