
REFLEXÃO SOBRE AS FUNÇÕES DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

ENSAIO – FINANÇAS

Láise Ferraz Correia

Doutoranda em Administração na Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)
Mestre em Administração pelo Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em
Administração da Universidade Federal de Minas Gerais (CEPEAD/UFMG)
E-mail: lfc@cepead.face.ufmg.br

Recebido em: 03/08/2005

Aprovado em: 11/04/2006

Hudson Fernandes Amaral

Doutor em Administração. Professor Adjunto do Departamento de Ciências
Administrativas da FACE/UFMG
E-mail: hfamaral@face.ufmg.br

RESUMO

Este trabalho posicionou-se no sentido de investigar quais são as principais funções da governança corporativa, apontando os mecanismos dessa abordagem tanto na perspectiva econômica quanto na organizacional, para compreender por que a governança tem se tornado um assunto tão relevante no campo dos estudos organizacionais. Com a evolução das organizações houve a separação entre a propriedade e o controle, e em razão disso os interesses dos proprietários/acionistas foram, muitas vezes, prejudicados. Sob a ótica econômica, esses relacionamentos são analisados pela teoria dos custos de transação e, principalmente, pela teoria da agência, que explicam, e tentam solucionar, as divergências entre proprietários e gerentes. Na perspectiva organizacional, outros atores são incluídos, para não restringir o estudo aos acionistas ou proprietários e aos gerentes de nível estratégico. A função principal dos sistemas de governança corporativa é resolver os conflitos de interesses existentes entre os diversos agentes que influenciam a empresa. Assegurar que a organização seja gerenciada em consonância com os interesses dos seus *stakeholders* é, portanto, um problema de governança.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Teoria de Custos de Transação, Teoria da Agência.

CONSIDERATIONS ABOUT CORPORATIVE GOVERNANCE FUNCTIONS

ABSTRACT

An investigation to determine the important functions of corporative governance was conducted to highlight mechanisms of this approach both from an economic and organizational perspective so as to understand why it has become importance in organizational studies. The evolution of organizations has separated ownership and control, often to the detriment owners or stockholders. This was analyzed from an economic point of view by the transaction cost theory and more importantly by the agency theory that explain and attempt to resolve these divergencies between owners and managers. From the organizational perspective other agents were included, without limiting the scope to only stockholders or owners and managers of a strategic level. The principal function of corporative governance systems is to resolve conflict of interests existent between the diverse agents that take part in a company. Therefore the challenge to governance is to assure that the organization is managed in consonance with stakeholder interests.

Key words: *Corporative Governance, Transaction Cost Theory, Agency Theory.*

1. INTRODUÇÃO

O principal objetivo deste trabalho é incentivar o debate sobre o propósito dos mecanismos de governança corporativa e mostrar que os estudos nessa área de conhecimento estão direcionados, principalmente, para responder questões acerca dos interesses dos financiadores de capital, não incorporando, na maioria das vezes, outras dimensões. A intenção foi mostrar com qual escopo e em que contexto da evolução das organizações surgiu a preocupação com a governança das empresas. Este ensaio posicionou-se, portanto, no sentido de investigar quais são as principais funções da governança, apontando os mecanismos dessa abordagem tanto na perspectiva econômica quanto na organizacional. Ademais, procurou-se realizar uma reflexão com o propósito de compreender por que esse tema tem se tornado tão importante no campo dos estudos organizacionais, buscando identificar quais são as vantagens fornecidas por uma gestão sob esse enfoque.

Em mercados competitivos, as empresas buscam, constantemente, melhorar sua eficiência e competitividade. E uma das variáveis determinantes do desenvolvimento das companhias é o acesso a fontes alternativas de capital, necessárias para suprir as exigências de recursos para os investimentos produtivos. A obtenção de tais recursos está, cada vez mais, condicionada à forma de gestão, ou seja, é importante que a empresa seja gerida em conformidade aos princípios que caracterizam uma prática adequada de governança corporativa. Em tese, uma gestão direcionada por tais princípios elevaria a probabilidade de se obter o capital necessário à implementação de projetos de investimento, em razão da proteção que oferece aos interesses dos *stakeholders*, sobretudo os financeiros, contra a possibilidade de oportunismo nas ações daqueles que controlam a companhia, assegurando assim que eles recebam um maior retorno sobre o investimento.

As empresas foram levadas a se estruturar de maneira diferenciada para melhorar sua eficiência e competitividade no ambiente de negócios. Como consequência, elas evoluíram no sentido de converter-se em uma rede de relacionamentos, o que tornou imprescindível a adoção de uma nova postura no que se refere à análise das organizações. Ou seja, a teoria organizacional, ao transferir o seu

foco de atenção de uma organização única para as múltiplas – que se inter-relacionam com outras firmas, que mantêm relações com um meio abstrato – e, depois, para a análise de redes, começa a reconhecer os intensos laços que unem o comprador e o vendedor, a organização, o governo e os grupos comerciais, e até mesmo empresas distantes geograficamente por meio do conselho de administração interconectado, dos comitês de grupos aconselhadores e políticos. A sociedade das organizações passou a ser, então, uma rede densa e sempre variável de reciprocidade, competitividade e cooperação (PERROW, 1991).

Os modelos econômicos para a compreensão das organizações estão entre as alternativas de análise organizacional que surgiram nesse novo contexto, as quais representam uma possível resposta para a nova realidade. Sob esse enfoque, a empresa é definida como um conjunto de contratos que constitui uma sociedade, geralmente dividida por ações, cujo propósito consiste em maximizar a riqueza dos seus proprietários. Destarte, esse tipo de organização distingue-se por estabelecer relações contratuais entre pessoas que têm, normalmente, interesses, motivações e objetivos conflitantes.

A função principal dos sistemas de governança corporativa é resolver os conflitos de interesse entre os diversos agentes que influenciam a empresa, isto é, investidores, fornecedores, funcionários, clientes e a sociedade em geral. Assegurar que a organização seja gerenciada em consonância com os interesses dos seus *stakeholders* é, portanto, um problema de governança. Esses tipos de relacionamento são analisados pela teoria dos custos de transação e, principalmente, pela teoria da agência, que explicam e tentam solucionar as divergências entre proprietários e gerentes em uma dimensão econômica. Na perspectiva organizacional, acrescentam-se atores importantes nos relacionamentos, para não restringir o escopo apenas aos acionistas ou proprietários e aos gerentes de nível estratégico.

Em primeiro lugar, apresenta-se uma breve retrospectiva do cenário histórico das organizações, para mostrar em que contexto surgiu a preocupação com a governança corporativa. Em seguida, procura-se conceituar esse tema sob várias óticas, ficando evidenciado que a visão prevalecente nas definições pressupõe a proteção dos interesses dos *stakeholders* financeiros. Após isso, discute-se

sobre as teorias que fundamentam o estudo de governança corporativa e, na seqüência, disserta-se sobre os benefícios gerados pela adoção de padrões diferenciados de governança. Finalmente, traçam-se algumas conclusões sobre o tema discutido.

2. ASPECTOS HISTÓRICOS DA EVOLUÇÃO DAS ORGANIZAÇÕES

Na visão dos economistas clássicos do século XVIII, as empresas são, na verdade, indivíduos que desempenham um papel importante nos mercados. Tendo em vista que as decisões desses indivíduos se interligam no sistema de mercado e que a firma opera dentro desse sistema, esta pode ser definida como uma unidade de coordenação dos recursos de produção. Dessa forma, importância maior era atribuída à estrutura interna das empresas e às limitações externas sob as quais elas trabalhavam (WILLIAMS, 1978).

Na verdade, a empresa era entendida como uma caixa preta operada de modo a encontrar as condições marginais relevantes com respeito às entradas – *inputs* – e às saídas – *outputs* –, maximizando assim os lucros (JENSEN e MECKLING, 1976).

A explicação para o surgimento da firma está fundamentada, principalmente, no estudo de Coase (1937), teórico da corrente institucionalista da economia. O propósito desse economista era desenvolver uma teoria de empresa que fosse realista e, ao mesmo tempo, viável. Ele fez a indagação do porquê da existência da firma e concluiu que a razão principal para a conveniência de estabelecê-la está associada à existência de custos no uso do mecanismo de preços, ou seja, do sistema de mercado.

Alternativas mais modernas dessa visão institucionalista são a teoria dos custos de transação, desenvolvida por Williamson (1975), e a teoria da agência, de Jensen (1976) e Fama (1980), as quais definem como unidade básica de análise o contrato realizado entre as partes. O problema central para a teoria dos custos de transação é escolher o mecanismo de governança mais adequado, ou seja, determinar quais atividades deveriam ser internalizadas para minimizar os custos de transação. Por sua vez, o problema para a teoria do agente-principal é elaborar um contrato que ajuste os incentivos e o esforço no trabalho de modo a

garantir um melhor retorno para os proprietários da empresa.

2.1. Contexto histórico em que surgiu a governança corporativa: teoria dos custos de transação e teoria da agência

Autores como Chandler (1990), Williamson (1975) e Jensen e Meckling (1976) situam as organizações em um novo contexto, em um nova era do capitalismo. Nesse ambiente, as características estruturais das empresas e a forma de organização e de governança precisam estar ligadas e identificadas, de um modo sistemático, às conseqüências econômicas. A empresa deixou de estar sujeita apenas aos interesses dos superiores hierárquicos; ela passou a depender de aspectos externos e está sob o julgamento de uma nova categoria de proprietários, a saber, os acionistas, que detêm partes do patrimônio. Estes representam, portanto, os verdadeiros donos do empreendimento, pois investem capital na estrutura com o objetivo de obter um resultado que seja capaz de maximizar as suas riquezas.

Chandler (1990) relata como essas mudanças aconteceram no cenário histórico, mostrando que durante os anos sessenta, com a intensificação da competição entre as nações e entre as indústrias, começou-se a reformular não apenas as estratégias de crescimento, como também a organização interna dos empreendimentos administrativos e as relações entre as firmas individuais e, nas sociedades por ações, entre proprietários e administradores.

Algumas dessas recentes e inter-relacionadas mudanças no crescimento, na administração e no tipo de financiamento dos empreendimentos industriais modernos representam inovações. Estas incluem: a adaptação a uma nova estratégia de crescimento; a separação entre altos executivos no escritório da corporação e a gerência média nas divisões operacionais; o extenso e contínuo desinvestimento das unidades operacionais; a compra e venda de corporações em negócios distintos do seu próprio ramo de atividades; o papel exercido pelos gerentes de carteira nos mercados de capitais; e a evolução desses mercados de capitais para facilitar o surgimento do que foi denominado mercado de controle corporativo (CHANDLER, 1990).

Esse autor explica alguns fenômenos que ocorreram na economia americana nos anos subsequentes à Segunda Guerra Mundial. Na década de 60 aconteceu o primeiro fenômeno, que consistiu em uma onda de fusões, cujo objetivo não era a integração horizontal ou vertical, mas a diversificação. Esse evento levou à separação entre os executivos responsáveis pela coordenação, gerência, planejamento e os gerentes de nível médio responsáveis pelas capacidades competitivas das divisões operacionais.

A fragilidade gerencial resultante da separação entre os executivos de topo e os operacionais rapidamente levou a um novo cenário, marcado pela venda de divisões e unidades operacionais em um volume sem precedentes. Chandler (1990) mostra como ocorreu esse processo, em que o elevado número de desinvestimento seguiu-se à onda anterior de fusões e aquisições, gerando um novo fenômeno, qual seja, a compra e venda de companhias como um negócio estabelecido e lucrativo.

Esse novo negócio – comprar e vender empresas – foi estimulado pela mudança na natureza de propriedade das companhias industriais norte-americanas, que passou a incluir acionistas, compradores e vendedores de ações. O grande aumento no volume de transações tornou possível o último novo fenômeno – o mercado institucionalizado de controle corporativo (CHANDLER, 1990).

A interpretação desse novo cenário da economia americana por economistas tais como Jensen (2000) é de que, embora parte das empresas americanas possa ser acusada de investir abaixo do nível ideal (subinvestimento), há poucas dúvidas de que muitas das maiores empresas investiram além desse nível (superinvestiram), na tentativa de manter vendas e lucros de negócios em maturação, ou que já estavam em declínio ou diversificando fora do seu negócio central. Esse comportamento dos dirigentes leva ao desperdício do fluxo de caixa da companhia e reflete o fracasso dos sistemas de controle interno. Segundo esse autor, foi este problema fundamental de controle sobre o fluxo de caixa que favoreceu o surgimento do movimento de reestruturação corporativa dos anos 80.

Esse movimento de reestruturação nos anos 80 evidenciou problemas cruciais que ainda afetam as grandes empresas, companhias maduras nos Estados

Unidos e demais países, que se referem, especificamente, à capacidade excessiva e, mais geralmente, ao conflito existente entre gerentes e acionistas quanto ao controle dos fluxos de caixa livres da companhia (JENSEN, 2000).

Em suma, a diversificação dos anos 60, o desinvestimento dos 70, o negócio de compra e venda de empresas, estimulado pela mudança na estrutura de propriedade, e, finalmente, o surgimento do mercado de controle corporativo facilitaram a reestruturação da moderna empresa industrial. Essas firmas podiam ser compradas, vendidas, desdobradas e combinadas com outras de um modo que teria sido impossível antes da onda de fusões dos anos 60.

Percebe-se, pois, que com o crescimento e mudança na estrutura das empresas ocorreu a separação entre propriedade e controle, e, nesse contexto, surgiu a preocupação com a governança corporativa. Michael Jensen, um dos principais proponentes da teoria da agência, inicia o primeiro capítulo do livro *A Theory of the Firm: governance, residual claims, and organizational firms* afirmando que a governança corporativa é um assunto de grande relevância para proprietários de ações ordinárias porque a riqueza dos acionistas depende, em grande parte, dos objetivos de pessoas que determinam a estratégia da empresa. Isso ocorre porque os objetivos de gerentes de companhias frequentemente entram em conflito com os dos acionistas, que são os proprietários da empresa, e os conselhos de administração tendem a seguir os gerentes e a ignorar os interesses da parte que os criou para que a protegessem (JENSEN, 2000).

Ao longo da década de 90, vários países e instituições como a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) elaboraram códigos de princípios de uma boa governança, os quais estabelecem como objetivo principal da empresa a otimização do retorno dos seus acionistas. Child e Rodrigues (2002) argumentam que a globalização dos mercados de capitais vem exercendo pressões cada vez maiores sobre as empresas para que elas adotem não apenas os procedimentos e os padrões internacionais de informação, mas sobretudo as práticas de governança corporativa apropriadas, tema que se tornou importante na agenda de acadêmicos, governos e instituições internacionais.

A comissão de valores mobiliários brasileira (CVM), em suas recomendações sobre governança corporativa, argumenta que as práticas de governança auxiliam na decisão de investimento, pois estabelecem o nível e as formas de atuação de investidores na companhia. Ressalta, também, que uma gestão orientada por tais práticas tem por finalidade aumentar o valor da empresa, uma vez que repercute na redução do custo de capital, elevando, por conseguinte, a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização.

3. O CONCEITO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Não há uma definição única e universal para o termo governança corporativa, embora a maioria dos teóricos que estudam esse assunto a considerem como mecanismos desenvolvidos para que a empresa seja gerenciada, dirigida e controlada em consonância com os interesses de seus *stakeholders*, principalmente financeiros. Como afirmam Child e Rodrigues (2002, 2003), a preocupação da governança centra-se nos mecanismos que fazem com que os agentes se empenhem em atingir os objetivos organizacionais, ou seja, em assegurar um retorno aceitável para os proprietários da empresa.

Nessa linha se enquadram não apenas as perspectivas adotadas por teóricos tais como Shleifer e Vishny (1997), Jensen (2000) e Fama e Jensen (1983), mas também as de instituições como a OCDE e o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Em contrapartida, autores tais como Grinblatt e Titman (2001), Child e Rodrigues (2002, 2003), Donaldson e Preston (1995) e Turnbull (1997) ampliam essa visão e incluem outras categorias de *stakeholders* além dos financeiros.

Shleifer e Vishny (1997) definem a governança corporativa como os mecanismos mediante os quais os fornecedores de capital da empresa asseguram o retorno sobre o investimento que realizaram. Igualmente, a OCDE centra sua atenção predominantemente nos acionistas, no direito de voto, na publicação de informações, na proteção dos acionistas minoritários e nas responsabilidades do conselho de administração. A governança refere-se, assim, ao conjunto de relações entre a gerência corporativa, o conselho administrativo e os demais

grupos que possuem algum vínculo direto com a empresa.

Em nosso país, o IBGC adota essa ótica financeira de governança corporativa, haja vista que a define como sendo “as práticas e os relacionamentos entre os acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal, com a finalidade de otimizar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital”.

A Comissão de Valores Mobiliários, organização que regulamenta e fiscaliza o mercado de capitais brasileiro, tenta ampliar um pouco a dimensão financeira ao conceituar a governança corporativa como o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. Mas essa instituição acrescenta que a análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolveria, principalmente, transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas. Logo, verifica-se que o enfoque central se atém aos interesses dos *stakeholders* financeiros.

Uma visão um pouco mais abrangente é fornecida por Turnbull (1997), que adiciona à definição de governança todas as influências que afetam o processo institucional envolvido na organização da produção e venda de produtos e serviços. Nessa definição, esse autor insere na governança das firmas a influência de *stakeholders* consumidores, concorrentes, fornecedores, empregados, instituições financiadoras, além dos acionistas. Donaldson e Preston (1995) também consideram que várias pessoas ou grupos com interesses legitimados se relacionam com a empresa para obter benefícios; por conseqüência, há uma reciprocidade no relacionamento entre a firma e os *stakeholders*, isto é, governantes, fornecedores, associações sindicais, empregados, investidores, grupos políticos, consumidores e comunidades.

De maneira semelhante, Grinblatt e Titman (2001) entendem que a estratégia global de uma empresa sofre influência do ambiente em que ela opera; como esse ambiente inclui os *stakeholders* não financeiros da empresa, isto é, todos aqueles agentes que não são seus credores e nem acionistas, mas que têm interesse na sua saúde financeira, tais como clientes, fornecedores, empregados e até

mesmo a comunidade na qual a empresa está estabelecida, eles podem ser afetados pelas dificuldades financeiras da empresa porque, neste caso, os clientes podem receber produtos com qualidade inferior, difíceis de consertar, os fornecedores podem perder negócios, os empregados podem perder postos de trabalho e as economias de comunidades inteiras podem ficar comprometidas. Sendo assim, esses autores sugerem que os executivos se vejam como representantes não apenas dos acionistas, mas também dos clientes, fornecedores e empregados, e, no processo de tomada de decisão, tendam a balancear os interesses de todos esses grupos, ao invés de simplesmente maximizar o valor dos acionistas.

Percebe-se, após essa apresentação de definições de governança corporativa, que, embora alguns autores, tais como Turnbull (1997) e Grinblatt e Titman (2001), e organizações como a CVM considerem a relevância dos interesses de outros *stakeholders* além dos financeiros no processo de governança corporativa, a ênfase desse tema consiste em assegurar um desempenho aceitável para os proprietários, ou seja, oferecer um retorno compensador sobre o investimento. Como afirmam Child e Rodrigues (2002), toda essa preocupação relaciona-se ao princípio de geração de valor para o acionista, cujo foco é a relação entre os acionistas que detêm a posse das companhias e aqueles que efetivamente as conduzem.

4. A GOVERNANÇA CORPORATIVA SOB A ÓTICA ECONÔMICA E A ORGANIZACIONAL

Os modelos econômicos para a compreensão das empresas apresentam-se como uma possível resposta para a situação em que o mundo dos negócios se encontra atualmente. Eles se baseiam mais no interesse competitivo existente entre os indivíduos do que entre organizações. Sob esse enfoque, a empresa é definida como um conjunto de contratos que constitui uma sociedade, normalmente dividida em ações, que visa maximizar a riqueza dos proprietários. Pode-se, então, entender esse tipo de organização como um conjunto complicado de relações contratuais entre pessoas, uma sociedade cujo objetivo é integrar os objetivos conflitantes dos indivíduos num contexto contratual legal.

As firmas, os mercados e as relações contratuais são, evolutivamente, o produto de uma série de inovações organizacionais. A teoria da agência e, mais especificamente, a economia de custos de transação são partes do estudo da nova economia institucional.

A economia dos custos de transação, cujo maior expoente foi Oliver Williamson, pressupõe que as organizações gigantescas são o meio mais eficiente de produzir bens e serviços para uma sociedade industrial, sendo imprescindíveis mercados livres e formas organizacionais eficientes. A chave da eficiência apreçada por essa teoria reside na minimização dos custos de transação, ou seja, de todos os custos de negociações, como por exemplo aqueles que ocorrem na captação de recursos (financiamentos) e nas aquisições feitas por intermédio de fornecedores.

Williamson (1975) demonstra que é a combinação de fatores humanos com fatores ambientais, e não cada qual separadamente, o que provoca os problemas transacionais. As características da abordagem da organização econômica empregada por esse autor são: a) os mercados e as empresas são instrumentos opcionais para completar um conjunto relacionado de transações, ou seja, representam dois mecanismos alternativos de governança corporativa; b) o fato de que um conjunto de transações deve ser executado através dos mercados ou dentro de uma empresa depende da eficiência relativa de cada modelo; c) os custos na redação e execução de contratos completos através de um mercado variam segundo as características das pessoas encarregadas de tomar decisões e que estão envolvidas na transação, por um lado, e as propriedades relativas do mercado, por outro; d) os fatores humanos e ambientais que impedem o intercâmbio entre as empresas estão presentes tanto nas firmas quanto nos mercados, mas nas firmas se manifestam de maneira diferente.

Essa teoria compõe-se, basicamente, de quatro elementos: a incerteza, a negociação em situações de pequenos números, a racionalidade limitada e o oportunismo (assimetria de informações). A incerteza, combinada com a negociação com poucos participantes, a falta de informação e a possibilidade de oportunismo se combinam e produzem o que se denomina uma falha do mercado. Para resolver esse problema, Williamson (1975) propõe a integração vertical como meio de viabilizar o controle e reduzir

os custos de transação, já que com essa medida os custos com a elaboração de contratos completos, que exigem grande quantidade de informação, são menores.

Destarte, os mercados e as hierarquias são mecanismos alternativos de governança corporativa, e a escolha de um em detrimento de outro é feita considerando-se a economia de custos de transação. As organizações, ou seja, as hierarquias, são, portanto, mecanismos empregados quando o mercado deixa de ser a forma mais lucrativa (econômica) de realizar as atividades produtivas, e vice-versa. Logo, as empresas são entidades poupadoras de custos, o que constitui a razão de sua existência nesta perspectiva.

Após analisarem-se os elementos básicos dessa abordagem, pode-se afirmar, também, que a teoria de economia dos custos de transação admite a existência de relações de autoridade e que os contratos bilaterais não representam uma ligação equânime, prevalecendo aquilo que seja mais vantajoso para o membro mais influente na relação. Diferentemente, a teoria da agência pressupõe que não existe uma relação de autoridade no contrato, já que as partes, isto é, o agente e o principal, podem interrompê-lo.

A teoria da agência apregoa a existência de conflitos de interesse entre o principal (titular), comprador de algum bem ou serviço, e o agente, vendedor, uma vez que ambas as partes desejam maximizar os seus benefícios. Essa ligação está regida por um contrato que especifica os direitos e responsabilidades tanto do principal quanto do agente. Esse tipo de relacionamento pode estar, assim, carregado de problemas, como fraude, informação escassa (assimétrica) e racionalidade limitada, que são originados das diferenças nas preferências de ambas as partes, da incerteza e da informação disponível.

O suposto mais importante da teoria da agência é que as partes contratantes maximizam as suas utilidades individuais, definidas como a diferença entre recompensas monetárias e o esforço efetuado. Isso elucidada as limitações inerentes a essa abordagem, tornando possível criticá-la por não considerar que o contrato é uma relação de autoridade entre as partes, uma ligação assimétrica em que predominam os interesses da parte que detém maior poder, pois consiste em uma ligação bilateral desigual (PERROW, 1991). Não obstante

isso, a teoria da agência representa uma contribuição teórica importante ao estudo organizacional, uma vez que tem como pressuposto principal que os gerentes, agindo como agentes dos acionistas, tomarão decisões que podem não ser consistentes com os interesses destes, pois suas metas, que ambos tentarão alcançar, são distintas.

Nessa perspectiva, a firma passou a ser vista como um conjunto de contratos estabelecidos entre os fatores de produção, cada qual motivado pelo seu interesse particular (FAMA, 1980). Ela não é um indivíduo, mas uma “ficção legal” que realiza processos complexos nos quais os objetivos conflitantes dos indivíduos são levados ao equilíbrio dentro de uma estrutura de relações contratuais. Nesse sentido, o comportamento da empresa é semelhante ao comportamento do mercado, ou seja, é o resultado de um complexo processo de equilíbrio (JENSEN e MECKLING, 1976).

Tendo em vista que a unidade de análise que governa o relacionamento entre o principal e o agente é o contrato, o foco da teoria dos agentes consiste em determinar o contrato que seja mais eficiente para governar a relação entre as partes, dadas as suposições acerca dos indivíduos, da organização e da informação. No que concerne aos indivíduos, assume-se o interesse individual, a racionalidade limitada e a aversão ao risco dos agentes. Relativamente às organizações, pressupõe-se o conflito de interesse entre os seus membros. E quanto à informação, presume-se que seja uma *commodity* que possa ser adquirida, como outra qualquer (EISENHARDT, 1989).

Dessa forma, a teoria da agência foca essencialmente o relacionamento conflituoso entre os objetivos do principal e os do agente de um contrato. Assume-se que existem divergências de interesses entre o principal e o agente porque eles possuem diferentes funções de utilidade; por conseguinte, espera-se que as decisões dos agentes sejam onerosas para o principal (JENSEN e MECKLING, 1976).

Define-se, assim, um relacionamento de agência como aquele em que uma ou mais pessoas (o principal) empregam outra pessoa (o agente) para realizar algum serviço para elas, o que envolve a delegação ao agente de alguma autoridade na tomada de decisão. Se ambas as partes do relacionamento são otimizadoras de utilidade, ou seja, tentam maximizar os seus próprios benefícios,

há razões para acreditar que o agente não agirá sempre em prol dos melhores interesses do principal.

O principal pode limitar as divergências em relação aos seus interesses por meio do estabelecimento de incentivos apropriados para que o agente atue de modo a maximizar o seu interesse nos contratos que realiza, e, também, provocando custos de monitoramento destinados a restringir atividades aberrantes do agente. Além disso, em algumas situações pagará ao agente (*bonding costs*), de modo a garantir que ele não realize ações que prejudiquem o principal ou para assegurar que o principal será compensado se o agente tomar tais decisões. Entretanto, geralmente é impossível, para o principal ou para o agente, a custo zero, assegurar que o agente tomará decisões ótimas do ponto de vista do principal. Na maioria dos relacionamentos de agência, o principal e o agente provocarão custos de monitoramento e *bonding* positivos (monetários ou não monetários), e sempre haverá algumas divergências entre as decisões tomadas pelos agentes e aquelas que otimizariam os interesses do principal, acarretando, assim, uma perda residual (JENSEN e MECKLING, 1976).

Constata-se, portanto, que os custos de agência não podem ser completamente eliminados, a menos que os papéis do principal e do agente sejam combinados em um só, isto é, que o principal detenha a totalidade da propriedade da empresa, ou seja, cem por cento de seu capital. Destarte, os custos de agência ocorrerão, inevitavelmente, em qualquer relacionamento que envolva a cooperação de duas ou mais partes.

Jensen e Meckling (1976) consideram custos de agência todos aqueles aos quais freqüentemente se referem como custos de contratação, custos de transação, custos de *moral-hazard* e custos de informação. Resultam, assim, da soma dos custos de criar e estruturar contratos entre o principal e o agente, dos gastos de monitoramento pelo principal, dos gastos com *bonding* pelo agente e da perda residual.

A chave para entender os problemas de agência é reconhecer que as partes de um contrato suportam os custos de agência do relacionamento. Portanto, para qualquer escala dada de atividade, agentes otimizadores dos seus próprios benefícios minimizarão os custos de agência em qualquer relação contratual. Paga-se para escrever contratos

que forneçam atividades de monitoramento e *bonding* e que reduzam a perda residual acarretada pela discrepância de atitudes entre agente e principal (JENSEN, 2000).

A teoria dos agentes pressupõe, ainda, que o grau em que o comportamento de gerentes de altos níveis pode divergir do comportamento de maximização de valor é limitado pelo mercado de trabalho gerencial e pelos mercados de capitais. A competição no mercado de trabalho tende a assegurar que o gerente receba somente um nível competitivo de compensação. Efeitos de reputação fazem com que o valor do capital humano do gerente dependa de sua *performance*. Além disso, os investidores tentam antecipar a conduta gerencial divergente dos interesses dos acionistas, levando tais julgamentos em consideração quando atribuem preço aos direitos negociáveis da empresa (FAMA, 1980).

Ademais, a teoria da agência trata não apenas do problema que surge quando os desejos ou objetivos do principal e do agente divergem, mas também da divisão do risco quando eles têm atitudes distintas, ou seja, é possível que o agente tenha uma preferência quanto ao nível de risco que está disposto a correr diferente daquela que teria o principal (EISENHARDT, 1989). Destarte, o domínio dessa teoria são os relacionamentos que exprimem a estrutura básica de agência entre o principal e o agente envolvidos em um comportamento cooperativo, os quais têm objetivos e atitudes em relação ao risco divergentes.

Admite-se, geralmente, que os indivíduos são avessos ao risco; todavia, a teoria dos agentes flexibiliza essa suposição em relação ao principal. Pressupõe-se que ele tenha uma atitude neutra diante do risco, já que é um investidor cujo portfólio pode ser diversificado por meio do mercado de capitais. Embora os acionistas, portadores de direitos residuais, sejam aqueles que suportam o risco, na companhia moderna o mercado de capitais permite que eles mudem de empresa (vendam suas ações) com custos de transação relativamente baixos e, dessa forma, protejam-se contra perdas em uma determinada empresa mediante a diversificação do portfólio de investimentos (FAMA, 1980). No caso do gerente (agente), ao contrário, assume-se que ele é avesso ao risco, pois não pode diversificar o seu trabalho.

Segundo Eisenhardt (1989), o desenvolvimento da teoria da agência ocorreu em duas linhas: a positivista e a perspectiva agente-principal. Na linha positivista, os pesquisadores estão mais preocupados em descrever os mecanismos de governança que solucionam os problemas de agência. Diferentemente, na perspectiva agente-principal a preocupação é gerar uma teoria geral desse relacionamento que possa ser aplicada em várias relações, tais como entre o empregador e o empregado, o advogado e o cliente, o comprador e o fornecedor.

A maior parte das pesquisas sobre teoria da agência vem sendo realizada pela corrente positivista e, amiúde, visa verificar se os mecanismos de incentivo aos gerentes aumentam a *performance* da empresa. O estudo de Jensen e Meckling (1976), por exemplo, objetivou explorar a estrutura de propriedade da empresa e verificar se o fato de os gerentes possuírem ações, isto é, tornarem-se acionistas, faz com os seus interesses sejam alinhados aos dos proprietários. Outro exemplo importante é o trabalho de Fama e Jensen (1983), cujo propósito foi descrever o papel desempenhado pelo conselho de administração como um sistema de informação que os acionistas de grandes empresas podem utilizar para monitorar e controlar o oportunismo dos dirigentes.

O paradigma econômico, ao considerar que os agentes são propensos ao oportunismo e que, quando não são monitorados mediante cláusulas contratuais, demonstrarão uma conduta não favorável aos objetivos dos proprietários da empresa, incorpora um conjunto de suposições negativas em relação ao comportamento dos indivíduos. O foco da pesquisa econômica, dadas as suposições, é examinar a eficácia dos contratos, de modo a manejar os agentes eficientemente e examinar incentivos que ajustem o comportamento de agentes aos interesses do principal (WRIGHT *et al.*, 2001).

A teoria dos agentes tem sido, então, criticada e acusada de ser muito restritiva, visto que enfatiza o contrato entre um principal e um agente e os modos pelos quais esse contrato pode se tornar mais eficiente na perspectiva do principal (PERROW, 1991). Todavia, esse autor admite que, ao enfatizar o relacionamento entre principal e agente, com um determinado conjunto de suposições, a teoria da agência representa uma contribuição, visto que

fornece predições lógicas acerca do que indivíduos racionais podem fazer caso estejam envolvidos em uma relação contratual. Mais especificamente, a teoria dos agentes restabelece a importância dos incentivos e do interesse individual no pensamento organizacional.

Eisenhardt (1989) aponta duas contribuições da teoria da agência ao pensamento organizacional. A primeira é o tratamento da informação, que é considerada uma *commodity* que tem um custo e pode ser comprada, o que atribui um papel importante não somente aos sistemas de informação formais, tais como o orçamento e o conselho de administração, mas também aos sistemas informais, como a supervisão dos gerentes. A implicação, por conseguinte, é que a empresa pode investir em sistemas de informação para controlar o oportunismo dos agentes.

A segunda contribuição dessa teoria refere-se ao risco. Assume-se que as empresas têm futuros incertos, que podem trazer prosperidade, falência ou alguns resultados imediatos e que só podem ser parcialmente controlados pelos membros da organização. Posto isso, o enfoque dos agentes expande o pensamento organizacional porque considera o risco. A implicação, portanto, é que a incerteza do resultado, conjugada com diferenças na disposição para aceitar o risco, deveria influenciar os contratos entre principal e agente (EISENHARDT, 1989). Constata-se, portanto, que embora a teoria da agência seja criticada por seu caráter restrito, uma vez que ignora em grande parte a complexidade das organizações e, como consequência, apresenta uma visão de mundo parcial, não se pode negar que ela oferece contribuições relevantes ao conhecimento.

Teóricos organizacionais, como Child e Rodrigues (2002, 2003), reconhecem que a preocupação da governança consiste em criar mecanismos para que os gerentes trabalhem de maneira a atingir os objetivos traçados para a organização. A intenção é assegurar que os gerentes dirijam as firmas honesta e eficientemente, de modo a proporcionar um retorno justo e aceitável aos investidores que aplicam seus recursos na empresa. Nessa definição estão implícitos dois critérios do que se convencionou denominar de “boa” governança: a conduta ética que os gerentes devem adotar e a competência que devem demonstrar na administração dos recursos da companhia.

Mas esses pesquisadores visam ampliar a teoria existente, uma vez que consideram que a governança de companhias opera por meio de um relacionamento duplo de agência, o que representa uma visão um pouco diferenciada do estudo tradicional. Eles argumentam que o primeiro tipo de problema de agência ocorre entre proprietários ou *stakeholders*, por um lado, e gerentes corporativos, por outro, o que representa, na verdade, o problema de agência proposto pelos economistas. Todavia, eles introduzem um segundo tipo de problema, que ocorre entre a gerência corporativa e os empregados da firma, incluindo a gerência média, aquela que executa os planos e as políticas. De acordo com esses autores, essa segunda modalidade de problema de agência é amplamente ignorada nas discussões de governança corporativa, embora sua efetividade seja essencial para que os objetivos da firma sejam alcançados, visto que se os empregados tiverem pouca (ou nenhuma) confiança em suas companhias a habilidade dos gerentes corporativos em conseguir executar suas políticas será prejudicada (CHILD e RODRIGUES, 2003).

Ademais, esses autores consideram que tal perspectiva vai além do foco convencional de alinhamento dos interesses de acionistas e gerentes, já que considera quão bem todos os tipos de recursos corporativos são gerenciados (CHILD e RODRIGUES, 2002, 2003). Na verdade, o que visam acrescentar é que se os empregados não confiarem nos gerentes da companhia e o seu comprometimento for, por consequência, prejudicado, a *performance* da empresa será afetada, contribuindo para o fracasso da sua governança e representando menor lucratividade e valor para os seus acionistas. Assim, os autores supracitados concluem que, na cadeia do duplo problema de agência, a conexão entre gerência corporativa e empregados pode ser tão problemática quanto a que liga o gerente e o principal, tendo em vista que “se a gerência não for capaz de invocar a disposição dos empregados em comprometer seus melhores esforços e contribuições para os objetivos da companhia, sua *performance* será comprometida e com ela os interesses do principal”(CHILD e RODRIGUES, 2003:5).

Logo, quanto mais considerado for o segundo tipo de problema de agência, maior será o valor gerado para os acionistas da empresa. Na verdade, a geração de comprometimento inerente ao discurso de confiança nas organizações fornece uma via para

aumentar ainda mais as possibilidades de lucratividade e valor para os proprietários. Destarte, a perspectiva de duplo problema de agência nos mecanismos de governança corporativa representa uma contribuição significativa à proteção dos interesses financeiros das companhias.

Os mecanismos de governança corporativa elaborados de acordo com os pressupostos da teoria econômica e organizacional foram, de certa forma, ampliados pelos sociólogos, que consideraram outros meios de governar, além dos mercados e das hierarquias. Eles identificaram o modelo financeiro, a teoria da representação, a teoria do *stakeholder* e o modelo político como quatro tipos possíveis de governança corporativa, os quais são tratados amplamente por Turnbull (1997).

Na verdade, essa classificação da governança corporativa em quatro tipos resultou de um estudo realizado nos Estados Unidos por Hawley e Williams (1996, *apud* TURNBULL, 1997:187), sob encomenda da OCDE. O primeiro modelo, a visão financeira, refere-se à abordagem econômica de governança, cuja preocupação central é criar regras e incentivos para ajustar o comportamento dos gerentes aos interesses dos proprietários, ou seja, evitar que aqueles possam agir de maneira oportunista, perseguindo os seus próprios objetivos e, por consequência, prejudicando os dos donos da empresa.

Diferentemente, o modelo de representação pressupõe que os gerentes são bons representantes das companhias e trabalham para alcançar elevados lucros e retornos para os seus acionistas. Sob esse enfoque, os gerentes são motivados, principalmente, por necessidades de realização e responsabilidade e por autonomia, não possuindo, portanto, a tendência negativa de agir com oportunismo.

O terceiro modelo, a teoria dos *stakeholders*, pressupõe que os gerentes devem perseguir objetivos que maximizem a riqueza total da firma e que beneficiem, ao mesmo tempo, os diversos atores que dela participam. Para que isso aconteça, é necessário criar incentivos que alinhem os interesses de *stakeholders* críticos aos dos acionistas. Verifica-se, pois, que esta forma de governança não altera a visão financeira, apenas amplia a gama de atores que interferem no resultado final dos proprietários.

Finalmente, o modelo político de governança reconhece que a alocação do poder corporativo, de privilégios e de lucros entre proprietários, gerentes e outros *stakeholders* é determinada pela maneira como os governantes favorecem os seus vários constituintes. Isso significa que a capacidade dos *stakeholders* corporativos de influenciar a distribuição entre eles mesmos no nível micro está sujeita à estrutura macro, que está, interativamente, sujeita à influência do setor corporativo, ou seja, há uma interação entre os níveis micro, meso e macro.

Posto isso, não se pode deixar de mencionar que os estudos relacionados à governança corporativa, tanto sob a ótica econômica quanto sob a organizacional, enfatizam a busca de geração de valor para o acionista, e que os mecanismos adotados para gerir as organizações têm como fim não o bem-estar de outros *stakeholders* não financeiros, tais como empregados, clientes e fornecedores, mas o aumento da riqueza dos *stakeholders* financeiros. A lógica é fazer com que as organizações se tornem financeiramente atrativas aos investidores.

5. EVIDÊNCIAS ACERCA DOS BENEFÍCIOS DE PADRÕES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

O tema governança corporativa tem se tornado importante porque, com a evolução das organizações, houve a separação entre a propriedade e o controle, e com isso os interesses dos proprietários/acionistas são, muitas vezes, prejudicados. Os problemas de agência decorrentes dessa dissociação tornaram-se evidentes no final da década de 80 e início dos anos 90, com o fracasso de várias companhias americanas. Como afirma Jensen (2000), muitas das mais conhecidas empresas, tais como GE, IBM e Kodak, desperdiçaram vastos montantes de recursos em superinvestimentos, o que reflete o fracasso dos sistemas de controle interno. E foi esse problema fundamental de controle sobre o fluxo de caixa livre que fez surgir em grande parte o movimento de reestruturação corporativa dos anos 80, refletido nas operações de *takeover* e aquisições alavancadas e hostis.

Nesse contexto, investidores e analistas financeiros têm defendido a adoção de padrões para a divulgação de informações e de indicadores mais

efetivos de *performance* corporativa, tais como os Princípios Contábeis Geralmente Aceitos e o Valor Econômico Adicionado (EVA), que forneçam as informações relevantes para a tomada de decisões e favoreçam, assim, um papel mais ativo no monitoramento do desempenho de diretores e executivos (CHILD e RODRIGUES, 2002). Além disso, governos e instituições de diversos países estão dispostos a incentivar e difundir o que se convencionou denominar bons princípios de governança corporativa – transparência, *accountability*, responsabilidade, dentre outros –, visto que sua utilização melhoraria o desempenho financeiro e, conseqüentemente, o retorno dos investidores.

A relação entre os mecanismos de governança corporativa e a *performance* da firma tem sido objeto de investigação por pesquisadores em diversos países, dentre eles Drobetz, Schillhofer e Zimmermann (2003), que realizaram um estudo na Alemanha; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2002), cuja base de dados consistiu em 539 grandes empresas de 27 países; e Baek, Kang e Park (2004), que analisaram firmas coreanas durante a crise financeira de 1997. O que se verifica, geralmente, é que a governança corporativa exerce influência na *performance* econômica da firma e, também, na valorização de suas ações nas bolsas de valores.

Assim, instituições internacionais como a OCDE e, no Brasil, o IBGC e a CVM formularam diretrizes para as empresas, as quais pressupõem que transparência, tratamento justo dos acionistas minoritários, responsabilidade, disciplina gerencial, dentre outras, são características essenciais da “boa” governança. Segundo Child e Rodrigues (2002) e Bradley (2003), práticas desse tipo tornaram-se cruciais sobretudo para os investidores institucionais, os quais têm demonstrado a disposição em pagar um maior preço por ações de companhias bem governadas. Bradley (2003) relata que pesquisas realizadas têm demonstrado que o preço de ações de companhias com boa governança apresentam uma *performance* significativamente superior, e que em um *survey* com 1.600 companhias, conduzido pela empresa de consultoria Standard & Poor’s, verificou-se uma correlação entre elevados níveis de transparência, um dos indicadores de elevados padrões de governança, e o índice financeiro que relaciona o preço das ações com o seu valor contábil, o que reforça a visão de

que os mercados recompensam aquelas companhias que empregam os padrões de governança corporativa.

Considerando essa tendência internacional, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) definiu um conjunto de normas de conduta para administradores e controladores de empresas que desejassem se diferenciar pela governança corporativa. A adesão a essas práticas se dá em dois níveis, dependendo do grau de compromissos assumidos. Uma vez listada no nível um, a empresa se compromete, principalmente, a divulgar informações adicionais ao mercado e a ter um capital mais disperso. Caso opte por aderir ao nível dois, a companhia deverá seguir, além das exigências da primeira categoria, um conjunto adicional de procedimentos de governança. O objetivo dessas empresas é, obviamente, tornarem-se mais atrativas aos investidores e, com isso, propiciar a valorização de suas ações.

6. CONCLUSÃO

O objetivo deste trabalho consistiu em investigar as principais funções da governança corporativa e os mecanismos por ela adotados tanto na perspectiva econômica quanto na organizacional. Na verdade, o propósito foi realizar uma reflexão sobre esse tema que possibilitasse a compreensão dos motivos que o levaram a se tornar um entre os assuntos mais importantes na agenda de vários atores sociais.

Verificou-se, mediante a revisão da literatura, que com o crescimento e a mudança na estrutura das empresas no cenário histórico houve a separação entre propriedade e controle, e que nesse contexto surgiu a preocupação com a governança corporativa. Ênfase tem sido dada, sobretudo, aos proprietários de ações ordinárias, porque a riqueza deles depende em grande parte dos objetivos de outras pessoas que definem a estratégia da empresa, ou seja, depende dos interesses dos gerentes de companhias, os quais, normalmente, estão em conflito com os dos acionistas.

Para proteger os interesses dessa categoria de investidores, vários países e instituições vêm elaborando códigos que prescrevem princípios de governança corporativa considerados adequados. Com a globalização dos mercados de capitais, pressões cada vez mais intensas são exercidas sobre

as empresas, para que adotem as práticas universais de governança corporativa, tema que se tornou importante na agenda de acadêmicos, governos e instituições internacionais, como sugerido por Child e Rodrigues (2002).

A ênfase desse tema consiste em assegurar um desempenho aceitável para os acionistas, ou seja, uma maior rentabilidade sobre o investimento. Como afirmam Child e Rodrigues (2002), toda essa preocupação relaciona-se com o princípio de geração de valor para o acionista. Posto isso, pode-se concluir que a função principal dos sistemas de governança corporativa consiste em resolver os conflitos de interesses entre agentes e principal, de modo a otimizar a geração de valor para este. Garantir que a organização seja gerenciada em consonância com os interesses dos seus *stakeholders*, sobretudo financeiros, é, portanto, um problema de governança.

Percebeu-se, assim, que os estudos de governança corporativa, tanto sob a ótica econômica quanto sob a organizacional, priorizam os interesses financeiros dos acionistas. A lógica é fazer com que as organizações se tornem financeiramente atrativas aos investidores.

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BAEK, Jae-Seung; KANG, Jun-Koo; PARK, Kyung Suh. Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis. *Journal of Financial Economics*, v. 71, p. 265-313, Feb. 2004.

BRADLEY, N. How to measure and analyse corporate governance. *International Financial Law Review, Corporate Governance*, p. 40-47, 2003.

COASE, R. H. The nature of the firm. *Economica*, v. 4, n. 16, p. 386-405, Nov. 1937.

CHANDLER, A. D. *Scale and scope: the dynamics of industrial capitalism*. Cambridge: The Belknap Press of Harvard University Press, 1990.

CHILD, J.; RODRIGUES, S. B. *Corporate governance and new organizational forms: the problem of double and multiple agency*. University of Birmingham, 2002. Working Paper.

_____. *Repairing the breach of trust in corporate governance*. University of Birmingham, 2003. Working Paper.

DONALDSON, T.; PRESTON, L. E. The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, v. 20, n. 1, p. 65-91, 1995.

DROBETZ, W.; SCHILLHOFER, A.; ZIMMERMANN, H. *Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany*. 2003. Working Paper.

EISENHARDT, K. M. Agency theory: an assessment and review. *Academy of Management Review*, v. 14, n. 1, p. 57-74, Jan. 1989.

FAMA, E. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.

FAMA, E.; JENSEN, M. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, v. 26, p. 301-325, Jun. 1983.

GRINBLATT, M.; TITMAN, S. *Financial markets and corporate strategy*. 2. ed. McGraw-Hill, 2001.

HAWLEY, J. P.; WILLIAMS, A. T. *Corporate governance in the United States: the rise of fiduciary capitalism*. California: Saint-Mary's College of California, School of Economics and Business Administration, 1996. Working paper.

JENSEN, M. *A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms*. Cambridge: Harvard University Press, 2000.

_____; MECKLING, W. The theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and capital structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, v. 62, n. 3, p. 1147-1170, 2002.

PERROW, C. N. *Sociología de las organizaciones*. 3. ed. McGraw-Hill, 1991. cap. 7.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, v. 52, n. 2, p. 737-783, Jun. 1997.

TURNBULL, S. Corporate governance: its scope, concerns and theories. *Scholarly Research and Theory Papers*, v. 5, n. 4, p. 180-205, 1997.

WILLIAMS, P. L. *The emergence of the theory of the firm*. Macmillan Press Ltd., 1978.

WILLIAMSON, O. E. *Markets and hierarchies*. New York: Free Press, 1975.

WRIGHT, P.; MUKHERJI, A.; KROLL, M. J. A. Reexamination of agency theory assumptions: extensions and extrapolations. *Journal of Socio-economics*, v. 30, n. 5, p. 413-429, 2001.

8. BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

CVM. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 2005.

HESTERLY, W.; BARNEY, J. B. Economia das organizações: entendendo a relação entre as organizações e a análise econômica. In: CALDAS, M.; FACHIN, R.; FISCHER, T. (Orgs.). *Handbook de estudos organizacionais*. São Paulo: Atlas, 2004. v. 3.

IBGC. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 2005.

JENSEN, M. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeover. *American Economic Review*, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

OCDE. Disponível em: <<http://www.oecd.org>>. Acesso em: 2005.

PETERSEN, T. The economics of organization: the principal-agent relationship. *Acta Sociologica*, v. 36, n. 3, p. 277-293, 1993.

ROSS, S. A. The economic theory of agency: the principal's problems. *American Economic Review*, v. 62, p. 134-139, May 1973.