

---

# ARCABOUÇO TEÓRICO PARA OS ESTUDOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: OS PRESSUPOSTOS SUBJACENTES À TEORIA DA AGÊNCIA

---

ENSAIO – ADMINISTRAÇÃO GERAL

*Laise Ferraz Correia*

Doutoranda em Administração no CEPEAD/NUFI/CAD/UFMG. Mestre em  
Administração pela referida instituição

*E-mail:* lfc@cepead.face.ufmg.br; laise\_ferraz@uol.com.br.

Recebido em: 11/01/2008

Aprovado em: 05/08/2008

*Hudson Fernandes Amaral*

Doutor em Administração pela Université Pierre Mendès France – Grenoble 2  
Professor Adjunto do Departamento de Ciências Administrativas da UFMG

*E-mail:* hfamaral@face.ufmg.br

## RESUMO

O propósito deste ensaio consiste em fornecer uma contribuição para o desenvolvimento e fundamentação da pesquisa em governança corporativa, mediante a apresentação dos pressupostos subjacentes à Teoria da Agência, que constitui um dos arcabouços teóricos mais utilizados nos estudos sobre o tema, mas que é, muitas vezes, abordado de forma incompleta. Assim, este trabalho buscou preencher um pouco essa lacuna nos estudos de governança, mediante a discussão dos principais pilares da Teoria da Agência, isto é, as suposições acerca do comportamento dos indivíduos nas organizações; a repartição das etapas do processo decisório, que se traduz na delegação de autoridade aos administradores (agentes); a importância do conhecimento específico; os custos de agência oriundos da distribuição do poder de decisão a indivíduos racionais, que detêm o conhecimento requerido pela organização; e os mecanismos de controle do comportamento dos administradores. A partir dos elementos essenciais dessa teoria, são desenvolvidos os mecanismos de governança corporativa, os quais visam melhorar a *performance* das firmas.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa, Teoria da Agência.

## *A THEORETICAL FRAMEWORK FOR CORPORATE GOVERNANCE STUDIES: AGENCY THEORY ASSUMPTIONS*

### **ABSTRACT**

*The agency theory, an important theoretical framework in the area of corporate governance, was discussed as a contribution for development of this subject. The foundations, assumptions and building blocks of the agency theory, frequently used in research on this subject, are often only partially addressed. An effort was made to bridge this gap in governance studies by discussing pillars of the agency theory, that is to say, assumptions about the nature of human behavior in organizations, the way organizations allocate steps in the decision making process across agents, the relevance of specific knowledge required, the agency costs arising from diffusion of decision functions among rational agents with the specific knowledge required, and decision control mechanisms for opportunistic behavior of agents, were included. These essentials of the agency theory constitute the foundation for constructing corporate governance mechanisms directed to improved management and performance.*

**Key words:** Corporate Governance, Agency Theory.

## 1. INTRODUÇÃO

O tema governança corporativa tem-se tornado importante nos últimos anos, porque com a evolução das organizações houve a separação entre a propriedade e o controle e, com isso, os interesses dos proprietários/acionistas foram, muitas vezes, prejudicados, em virtude da divergência entre os seus interesses e os dos dirigentes. Os estudos sobre esse tema vêm ganhando espaço desde a publicação de *The modern corporation and private property* por Berle e Means (1988), tendo expandido-se consideravelmente nas últimas décadas como conseqüência de escândalos financeiros em empresas de diversos países desenvolvidos, entre os quais os casos EnronCorp, WorldComInc e Parmalat, amplamente discutidos tanto na mídia geral quanto no contexto acadêmico.

Esses eventos revelaram a fragilidade dos sistemas de governança corporativa, até mesmo daqueles considerados eficientes, como o sistema anglo-saxão. Estudos anteriores, como o de La Porta *et al.* (1998, 2000), mostraram que a origem do sistema legal exerce influência sobre a eficiência do sistema de governança, entendido como a proteção dos direitos dos investidores. Nesse sentido, os países de *Common Law* caracterizam-se por possuir maiores níveis de qualidade de governança. No entanto, a divulgação ao público de fraudes nas empresas – os escândalos financeiros – revelou a fragilidade dessas conclusões, haja vista que mesmo grandes empresas de países desenvolvidos, tais como as supracitadas, prejudicaram os interesses dos seus investidores. Nos Estados Unidos, o Congresso reagiu rapidamente, aprovando em 2002 a lei *Public Company Accounting Reform*, conhecida como *Sarbanes-Oxley Act*, que visou garantir uma maior proteção aos investidores.

Todos esses eventos, enfim, contribuíram para aumentar o interesse da comunidade acadêmica em estudar a governança corporativa. Observa-se um número crescente de trabalhos publicados sobre esse assunto, os quais buscam, principalmente, descrever os instrumentos desenvolvidos nas empresas para melhorar a qualidade de sua governança. Não obstante isso, a reflexão sobre os fundamentos teóricos que justificam o desenvolvimento dos mecanismos de governança e a sua utilidade é pouco aprofundada ou explorada.

Neste trabalho, buscou-se preencher um pouco essa lacuna nos estudos de governança, mediante a discussão dos principais pilares de uma das teorias mais utilizadas nessa área, a Teoria da Agência. Assim sendo, o objetivo deste ensaio é apresentar os elementos essenciais dessa teoria, isto é, descrever os seus pressupostos, os quais servem de base para a elaboração do quadro de análise de grande parte da pesquisa desenvolvida nesse campo de estudos.

Quando há a separação entre a propriedade e a administração, a Teoria da Agência mostra que vários conflitos de interesses entre as partes envolvidas emergem. Essa teoria também apregoa que as divergências entre um principal (titular) e o agente têm origem no fato de que ambos desejam maximizar os seus benefícios, ou seja, tanto a parte contratante quanto a contratada maximizam as suas utilidades individuais.

Assegurar que a organização seja gerenciada em consonância com os interesses dos seus fornecedores de capital constitui o foco das questões de governança, quando concebida sob o arcabouço da Teoria da Agência. A finalidade principal dos mecanismos de governança corporativa é resolver os conflitos de interesse entre os diversos agentes interessados na empresa, sobretudo os proprietários e os administradores, de modo a aumentar a eficiência da firma. Dessa forma, justifica-se o interesse em conhecer e discutir os elementos essenciais que caracterizam essa teoria.

## 2. OS ELEMENTOS CENTRAIS DA TEORIA DA AGÊNCIA

No enfoque da Teoria Contratual, a firma existe porque ela representa um meio de economizar os custos gerados pelos conflitos de interesse existentes entre as partes dos contratos que envolvem as relações de produção, sendo, por conseguinte, mais eficiente do que o mecanismo de mercado. Conforme Alchian e Demsetz (1972:794), “a estrutura contratual surge como um meio de aumentar a organização eficiente da equipe de produção”.

Nessa perspectiva, a empresa é definida como um conjunto de contratos, formais e informais, que constitui uma sociedade, normalmente dividida por ações, a qual visa maximizar a riqueza dos seus proprietários. Esse tipo de organização consiste em

um conjunto complexo de relações entre pessoas, uma firma que se compõe de vários indivíduos e que representa uma maneira de integrar os objetivos conflitantes dos diversos participantes em um contexto contratual legal.

Na teoria dos Direitos de Propriedade de Alchian e Demsetz (1972) e na Teoria da Agência de Jensen e Meckling (1976), a firma passou a ser entendida como um conjunto de contratos estabelecidos entre os fatores de produção, cada um deles motivado por 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 do mercado, ou seja, ele é o resultado de um complexo processo de equilíbrio (JENSEN; MECKLING, 1976).

Nessa perspectiva, os contratos multilaterais entre os agentes, que caracterizam as relações de mercado, são substituídos por um sistema no qual os relacionamentos entre os agentes são amplamente influenciados pelos contratos unilaterais com a entidade legal, que serve de nexo de contratação. Esses contratos especificam as regras do jogo dentro da organização, incluindo três dimensões críticas: a distribuição dos direitos de decisão entre os agentes, o sistema de avaliação da *performance* e o sistema de recompensas (JENSEN, 1983).

Um dos aspectos essenciais da Teoria da Agência é a suposição de que existe uma relação conflituosa entre os objetivos das partes que compõem um conjunto de contratos, ou seja, a firma. Assume-se que existem divergências de interesses entre o principal e o agente porque estes possuem diferentes funções de utilidade. Por conseguinte, espera-se que as decisões dos agentes sejam onerosas para o principal (JENSEN; MECKLING, 1976).

Nesse tipo de relacionamento, as partes contratantes maximizam as suas utilidades individuais, definidas como a diferença entre as recompensas monetárias e o esforço efetuado. Assim sendo, os dirigentes, agindo como agentes dos acionistas, tomarão decisões que podem ser inconsistentes com os objetivos dos proprietários, uma vez que ambos possuem preferências próprias que tenderão a privilegiar.

## 2.1. Os pressupostos acerca do comportamento humano

O modelo de comportamento humano que fundamenta a Teoria da Agência foi descrito por Jensen e Meckling (1994) como “*resourceful, evaluative, maximizing model – REMM*”, e possui os seguintes postulados:

a) Os indivíduos são avaliadores:

- eles se preocupam com diversos fatores, tais como conhecimento, meio ambiente, honra, relacionamentos interpessoais, *status*, aprovação dos colegas, normas do grupo, cultura, prestígio, riqueza, normas de conduta, etc.;
- eles estão sempre dispostos a fazer *trade-offs* e substituições, isto é, dispõem-se a trocar uma menor quantidade de um produto qualquer por uma quantidade suficientemente maior de outros produtos;
- eles possuem preferências transitivas, isto é, se A prefere B e B prefere C, então A prefere C.

b) Os indivíduos possuem desejos ilimitados:

- eles preferem uma quantidade maior dos produtos que avaliam positivamente;
- eles são insaciáveis, isto é, sempre preferem quantidades maiores de alguns bens, independentemente de sua natureza material ou abstrata.

c) Os indivíduos são maximizadores, isto é, as suas ações são direcionadas à obtenção do maior valor possível. No entanto, a satisfação dos seus desejos é limitada, seja por fatores com a lei, a riqueza e o tempo, seja pelo conhecimento restrito que detêm sobre os produtos e as oportunidades. Como consequência, as suas escolhas por bens ou cursos de ação refletirão os custos de aquisição do conhecimento e da informação necessários à avaliação das alternativas.

d) Os indivíduos são *resourceful*, isto é, eles são criativos e capazes de se adaptar. Eles possuem a capacidade de imaginar as mudanças em seu ambiente, prever as suas consequências e produzir uma resposta, criando novas oportunidades.

Entende-se como relacionamento de agência todo relacionamento em que há uma ou mais pessoas – o principal – que empregam outra pessoa – o agente – para realizar algum serviço, o que envolve a

delegação de alguma autoridade de tomada de decisão a essa pessoa (o agente), que detém o conhecimento específico relevante. Se ambas as partes do relacionamento são otimizadoras de utilidade, ou seja, são constituídas por indivíduos racionais, que tentam maximizar os seus próprios benefícios, pressupõe-se que o agente nem sempre agirá de modo a resguardar os interesses do principal.

## 2.2. A delegação de autoridade aos agentes – separação das etapas do processo decisório

Fama e Jensen (1983a) pressupõem que os contratos centrais nas organizações não apenas especificam a natureza dos direitos residuais, mas também atribuem aos agentes as fases do processo de decisão que deverão executar, isto é, eles dividem as decisões, o que implica a delegação de autoridade. No primeiro aspecto, os contratos limitam o nível de risco em que incorre a maioria dos agentes, mediante, por exemplo, um sistema de incentivos atrelados a medidas específicas de *performance*. No segundo aspecto, as etapas do processo decisório são desdobradas em:

a) iniciação, que consiste na geração de propostas para utilização de recursos e para a estrutura dos contratos;

b) confirmação ou ratificação, que consiste na escolha das propostas a serem implementadas;

c) implementação, que consiste na execução das decisões ratificadas;

d) monitoramento, que consiste na mensuração da *performance* das decisões dos agentes e na implementação de recompensas.

Esses teóricos argumentam ainda que, como as decisões de iniciativa e implementação são, normalmente, realizadas pelos mesmos agentes, elas devem ser combinadas na função de gerenciamento da decisão (*decision management*). Similarmente, as decisões de ratificação e monitoramento devem ser reunidas na função de controle da decisão (*decision control*), visto que são, em geral, implementadas pelas mesmas pessoas.

Fama e Jensen (1983a) elaboraram, então, as duas hipóteses fundamentais da Teoria de Separação de Propriedade e Controle, registradas a seguir, que relacionam os dois aspectos

fundamentais dos contratos; ou seja, esses autores estabelecem relações entre a absorção do risco em que incorrem os agentes e o processo de decisão nas organizações:

a) a separação entre a absorção do risco incorrido e a função de gerenciamento das decisões (*decision management*) conduz a sistemas de tomada de decisão que são caracterizados pela separação entre as funções de gerenciamento da decisão (iniciação e implementação) e de controle da decisão (ratificação e monitoramento).

b) a combinação das funções de gerenciamento com as de controle da decisão por poucos agentes conduz à concentração dos direitos residuais, que são, em geral, restritos a esses mesmos agentes.

Quando não há separação entre as duas funções supracitadas, os interesses dos detentores de direitos residuais são minimamente protegidos contra possíveis ações oportunistas dos agentes com poder de decisão, o que reduz o valor dos direitos residuais. Conforme Fama e Jensen (1983a), o controle dos problemas de agência no processo de decisão é importante quando os dirigentes com poder de decisão, os quais iniciam e implementam decisões importantes, não são os principais detentores de direitos residuais e, por conseguinte, sua riqueza não é influenciada por suas decisões na organização. Dessa forma, na ausência de procedimentos efetivos de controle, é possível que tais dirigentes escolham cursos de ação que sejam contrários aos objetivos dos credores residuais.

Assim, Fama e Jensen (1983a) argumentam que um sistema eficiente de controle implica a separação entre as fases de ratificação e monitoramento (função de controle da decisão) e as de iniciação e implementação (função de gerenciamento da decisão), que constituem o processo da tomada de decisão. O nível de eficiência das organizações provém, em grande parte, desse sistema de repartição do processo decisório, que visa reduzir ou controlar os problemas de agência.

## 2.3. O conhecimento específico, os custos de agência e o sistema de controle interno

Fama e Jensen (1983a) argumentam que as organizações caracterizadas pela separação entre o gerenciamento da decisão e a absorção dos riscos residuais são, geralmente, instituições complexas,

no sentido de que o conhecimento específico necessário à tomada de diferentes decisões, cuja transferência é onerosa, está disperso em vários agentes, que estão posicionados em todos os níveis da estrutura organizacional. Nesse contexto, os benefícios provenientes da tomada de decisões de melhor qualidade podem ser alcançados por meio da delegação das funções de decisão aos agentes com conhecimento específico relevante, ao invés de sua atribuição aos credores residuais.

No entanto, a distribuição das decisões aos agentes com conhecimento gera problemas de agência, haja vista a natureza racional do comportamento humano pressuposta por essa teoria. O mecanismo sugerido por Fama e Jensen (1983a) para reduzir esses problemas decorrentes da delegação consiste em repartir as funções de gerenciamento e de controle das decisões entre diferentes agentes. Segundo esses autores, a eficiência de tais sistemas de decisão é reforçada não somente pelas estruturas de incentivo, que recompensam os agentes pelas decisões de iniciação e implementação, mas também pela ratificação e monitoramento do gerenciamento das decisões de outros agentes.

Mais recentemente, Jensen e Meckling (1995) forneceram uma explicação mais detalhada sobre a necessidade de descentralização do processo decisório nas organizações, baseando-se nos conhecimentos específico e geral. Segundo esses autores, quando o conhecimento é importante no processo da tomada de decisão, há vantagens em combinar a autoridade de decisão e o conhecimento relevante às decisões. Essa combinação pode ser efetuada de duas maneiras: pela transferência do conhecimento específico aos agentes que detêm os direitos de decisão ou pela transferência dos direitos de decisão aos agentes que possuem o conhecimento específico relevante.

Tendo em vista a impossibilidade de transferir todo o conhecimento necessário ao tomador da decisão, a maioria dos direitos de decisão deve ser delegada aos indivíduos que detêm a informação. Assim sendo, o custo de transferência do conhecimento entre os agentes leva à descentralização dos direitos de decisão, o que, por sua vez, conduz ao desenvolvimento de sistemas de controle para reduzir os problemas de agência oriundos da divergência de interesses entre os indivíduos. As organizações resolvem esses

problemas por meio das regras internas do jogo (*internal rules of the game*), que estabelecem:

- a) um sistema de distribuição dos direitos de decisão aos agentes na organização;
- b) um sistema de controle, que proporciona:
  - mecanismos de mensuração e avaliação da *performance*;
  - mecanismos de recompensa e punição.

A eficiência organizacional provém, portanto, da combinação e complementaridade entre esses dois sistemas, que são concebidos e implementados na estrutura interna das organizações para diminuir os custos resultantes da divergência de interesses entre as partes dos contratos.

Dessa forma, a proposição central da teoria da agência estabelece que indivíduos racionais, que visam alcançar seus próprios objetivos, têm sempre incentivos para reduzir ou controlar os conflitos de interesse, de maneira que as perdas provenientes dessas divergências possam ser minimizadas (JENSEN, 1994).

Segundo Fama e Jensen (1983b:327), “o controle dos problemas de agência consiste em um importante fator para a sobrevivência de diversos tipos de organizações”. No artigo em que apresentam as bases da Teoria da Agência, Jensen e Meckling (1976) argumentam que o principal pode limitar as divergências em relação aos seus interesses tanto por meio do estabelecimento de incentivos apropriados, para que o agente atue de modo a otimizar os seus benefícios nos contratos que realizam, como incorrendo em custos de monitoramento destinados a restringir as atividades oportunistas do agente.

Além disso, em algumas situações o principal remunerará o agente pelo seu comprometimento (*bonding costs*), de modo a garantir que este não empreenderá determinadas ações que prejudicariam os seus interesses ou para assegurar-se de que, em caso contrário, ele será compensado. Entretanto, geralmente é impossível para o titular ou para o agente assegurar, a custo zero, que este tomará decisões ótimas do ponto de vista daquele. Além disso, na maioria dos relacionamentos de agência, as partes incorrerão em custos de monitoramento e comprometimento (*bonding*) e sempre haverá alguma divergência entre as decisões tomadas pelos agentes e aquelas que otimizariam os interesses do

titular, gerando-se, assim, uma perda residual (JENSEN; MECKLING, 1976).

Esses autores consideram custos de agência todos aqueles freqüentemente designados como custos de contratação, custos de transação, custos de *moral-hazard* e custos de informação. Estes resultam, assim, da soma dos custos de criar e estruturar contratos entre o principal e o agente; de gastos de monitoramento pelo principal; de gastos com comprometimento (*bonding*) pelo agente; e da perda residual.

Constata-se, portanto, que os custos de agência não podem ser completamente eliminados, a menos que os papéis de principal e agente sejam combinados em um só, isto é, no caso em que o titular detenha a totalidade da propriedade da empresa, cem por cento do seu capital. Conforme Jensen e Meckling (1976), esses custos aparecerão, inevitavelmente, em qualquer relacionamento que envolva a cooperação entre duas ou mais partes de um contrato.

A chave para entender os problemas de agência é reconhecer que as partes de um contrato suportam esses custos. Portanto, para qualquer escala dada de atividade, agentes otimizadores dos seus próprios benefícios minimizarão os custos de agência em toda 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 e preferências entre as partes (JENSEN; MECKLING, 1976).

#### **2.4. Mecanismos de controle do comportamento dos administradores**

Fama (1980) argumenta que os mercados de capitais eficientes e o mercado de trabalho dos dirigentes exercem o papel de mecanismos de informação, que podem ser utilizados no controle das ações oportunistas dos administradores. Na construção do seu argumento, esse autor sugere que o grau de divergência do comportamento de dirigentes de altos níveis em relação ao comportamento de maximização do valor das organizações é limitado pela existência de um mercado de trabalho de dirigentes e, também, por um mercado de capitais eficiente.

Os dirigentes enfrentam a disciplina e as oportunidades do mercado para os seus serviços,

dentro ou fora da firma. Os efeitos de reputação fazem com que o valor do capital humano do dirigente dependa da sua habilidade e competência em gerenciar os contratos entre os fatores de produção, os quais asseguram a viabilidade da firma, ou seja, é possível que o valor da riqueza do dirigente (do seu capital humano) dependa do sucesso ou do fracasso da empresa, que funcionam como um sinal do seu talento. Ademais, a competição no mercado de trabalho de dirigentes tende a assegurar que eles recebam somente um padrão competitivo de compensação (FAMA, 1980).

Quanto ao papel dos mercados de capitais na disciplina dos dirigentes, esses autores argumentam que os investidores tendem a antecipar a conduta administrativa que divirjirá dos interesses dos credores residuais e levam esses julgamentos em consideração quando atribuem preço aos direitos negociáveis da empresa. Segundo Fama (1980), é provável que os sinais fornecidos por um mercado de capitais eficiente acerca do valor dos títulos da firma sejam importantes para as reavaliações dos dirigentes pelo seu mercado de trabalho.

A Teoria da Agência aborda não apenas os problemas que surgem quando os interesses do principal e do agente divergem, mas também aqueles inerentes às diferenças de atitude com relação ao risco entre partes do contrato, ou seja, é possível que o agente tenha uma preferência quanto ao nível de risco em que está disposto a incorrer diferente daquela que teria o titular (EISENHARDT, 1989). Destarte, o domínio dessa teoria são os relacionamentos que exprimem a estrutura básica de agência entre as partes envolvidas em um comportamento cooperativo, as quais têm objetivos e atitudes com relação ao risco divergentes.

Admite-se, geralmente, que os indivíduos são avessos ao risco; todavia, a teoria dos agentes flexibiliza essa suposição a respeito do principal e pressupõe que ele terá uma atitude neutra em face do risco, tendo em vista que se trata de um investidor cujo *portfolio* pode ser diversificado por meio do mercado de capitais. Embora os acionistas, detentores de direitos residuais, sejam aqueles que suportam o risco, 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 dos seus *portfolios* de investimento. Assume-se, ao contrário, que o dirigente é avesso ao risco, pois ele não pode diversificar o seu trabalho, que representa o seu capital (FAMA, 1980).

Fama e Jensen (1983a) apresentam um outro mecanismo de monitoramento e controle das ações oportunistas dos dirigentes de alto nível. Eles discutem o papel do conselho de administração como mecanismo do sistema de controle em diferentes tipos de organizações, grandes e pequenas, nas quais a riqueza dos agentes responsáveis pela tomada da decisão não é diretamente influenciada por suas decisões. A função do conselho é ratificar e monitorar as decisões importantes e contratar, recompensar e demitir os agentes aos quais se atribui os direitos de decisão.

## **2.5. Contribuições da Teoria da Agência à Teoria das Organizações**

A base da Teoria da Agência é a pressuposição de existência de conflitos de interesse em qualquer relação de cooperação entre um principal (titular), comprador de algum bem ou serviço, e o agente, vendedor, visto que ambas as partes desejam maximizar os seus próprios benefícios. Essa ligação está regida por um contrato que especifica os direitos e responsabilidades tanto do principal quanto do agente. Todavia, esse tipo de relacionamento pode estar carregado de problemas relacionados a fraude, informação escassa (assimétrica) e racionalidade limitada, que são originados das diferenças nas preferências de ambas as partes, na incerteza e na informação disponível (EISENHARDT, 1989).

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 aquele que seja mais eficiente para governar a relação entre as partes, dadas as suposições a respeito dos indivíduos, da organização e da informação. Quanto aos indivíduos, assume-se o interesse individual, a racionalidade limitada e a aversão ao risco dos agentes. No que diz respeito às organizações, pressupõe-se o conflito de interesses entre os seus membros. Em relação à informação, pressupõe-se que seja uma *commodity* que pode ser adquirida como outra qualquer (EISENHARDT, 1989).

Segundo Jensen (1983), o desenvolvimento da teoria da agência ocorreu em duas linhas de pensamento, que são a ótica positiva e a perspectiva do agente-principal. Na teoria positiva da agência, os pesquisadores estão mais preocupados com aspectos tais como a tecnologia de monitoramento e comprometimento (*bonding*) na forma dos contratos, o ambiente de contratação e a sobrevivência das organizações, ou seja, aspectos que enfatizam a modelagem de mecanismos de controle minimizadores dos problemas de agência. Elementos como a intensidade de capital, o grau de especificidade dos ativos, custos de informação, mercados de capitais eficientes e mercados de trabalho de dirigentes são exemplos de fatores no ambiente de contratação que interagem com os custos das diversas práticas de monitoramento e *bonding* para determinar a estrutura contratual. Diferentemente, na literatura do agente-principal a preocupação concentra-se na modelagem dos efeitos de fatores tais como a estrutura das preferências das partes nos contratos, a natureza da incerteza e a estrutura de informação no ambiente.

A maioria das pesquisas desenvolvidas no arcabouço da Teoria da Agência vem sendo realizada sob a ótica positiva e, amiúde, visa verificar se os mecanismos de incentivo aos dirigentes aumentam a *performance* da empresa. O estudo de Jensen e Meckling (1976), por exemplo, buscou analisar 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 se alinhem aos dos proprietários. Outro exemplo importante é o trabalho de Fama e Jensen (1983a) que discutiu o papel de sistema de controle da decisão desempenhado pelo conselho de administração e que pode ser utilizado pelos credores residuais de empresas, grandes ou pequenas, para monitorar e controlar o oportunismo nas ações dos seus administradores.

Eisenhardt (1989) aponta duas contribuições da Teoria da Agência aos estudos organizacionais. 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 dirigentes. A implicação disso, 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 resultados intermediários, os quais podem ser apenas parcialmente controlados pelos membros da organização. A implicação, portanto, é que a incerteza do resultado, conjugada com diferenças na disposição para aceitar o risco, influenciaria os contratos entre principal e agente (EISENHARDT, 1989).

Jensen (1998) apresenta a Teoria da Agência como sendo uma teoria integrada das organizações, composta de quatro blocos inter-relacionados, que constituem os seus pressupostos básicos, conforme ilustrado pela Figura 1. O primeiro bloco constitutivo é o modelo da natureza do comportamento humano, que compreende os aspectos racionais (REMM) e os não racionais (*Pain Avoidance Model*<sup>1</sup> – PAM). Os custos de transferência do conhecimento entre os agentes, tanto o geral quanto o específico, compreendem o segundo bloco. Os custos de agência gerados pelos conflitos de interesses entre os indivíduos compõem o terceiro bloco. E, finalmente, o quarto bloco da teoria é representado pela alienabilidade do mercado e pelas regras do jogo organizacional.

Segundo esse autor, a Teoria da Agência assume que as organizações são entidades do sistema de mercado, cujos participantes são indivíduos racionais que se preocupam com os seus próprios interesses. Essa teoria assume, ainda, que a transferência da informação entre os agentes é onerosa, o que conduz à delegação dos direitos de decisão aos agentes que detêm o conhecimento relevante para a tomada de decisões.

---

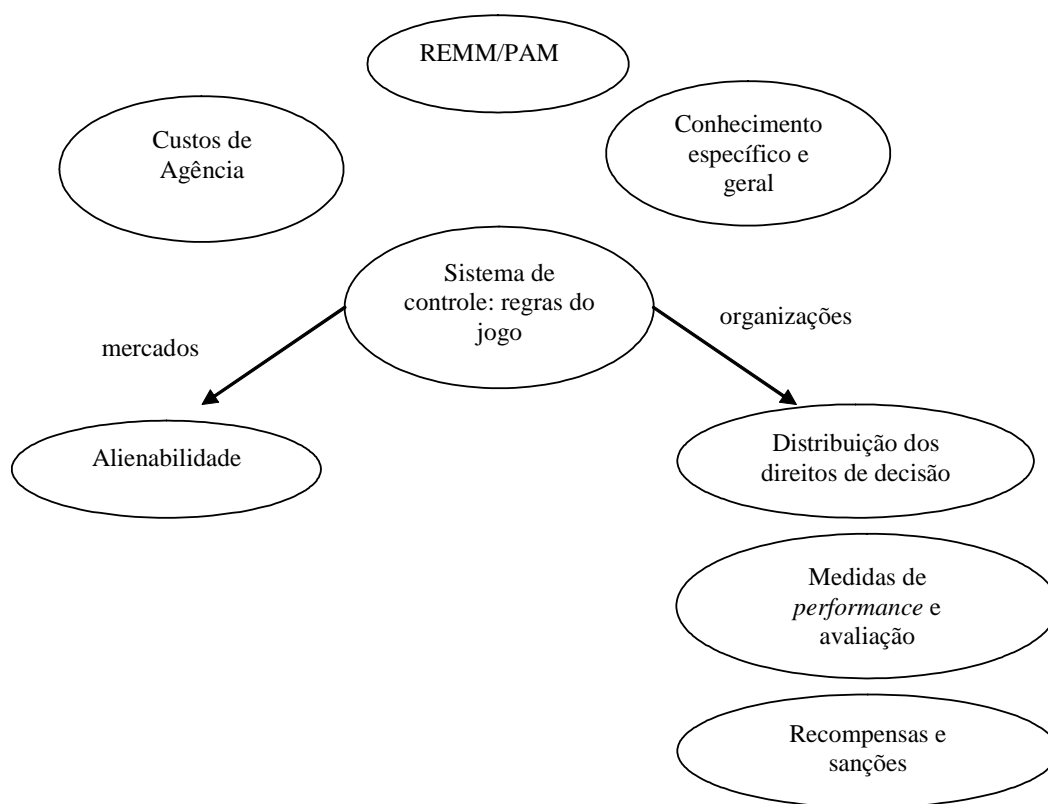
<sup>1</sup> O modelo *Pain Avoidance Model* (PAM) é um complemento do modelo REMM. Ambos descrevem a natureza do comportamento humano e compõem o *Dualistic Model of Human Behavior* de Jensen e (1998) – modelo dualista do comportamento humano. O PAM visa explicar o componente não racional do comportamento humano, que se manifesta em certas circunstâncias em razão, sobretudo, do medo. Jensen (1998) explica que esse comportamento é desencadeado nos indivíduos amedrontados, que passam a tomar decisões e empreender ações que prejudicam não somente eles mesmos, mas também a organização e as demais pessoas envolvidas. Esse teórico não enfatiza o modelo PAM do comportamento em seus estudos, visto que ele se encontra, ainda, em estágio de desenvolvimento.

Como há divergência de interesses entre os indivíduos racionais e maximizadores de seu próprio bem-estar, surgem os custos de agência, que são uma consequência da descentralização da decisão em um contexto em que não existem “agentes perfeitos”. Para solucionar tais problemas de agência, que conduzem à ineficiência organizacional, um mecanismo seria a alienabilidade dos direitos de decisão via mercado. Conforme Jensen e Meckling (1995), em um sistema de mercado os direitos de decisão são adquiridos pelos indivíduos que detêm o conhecimento, mediante procedimento voluntário de troca.

No entanto, no contexto intra-organizacional, tal direito permanece com os credores residuais, ou seja, não se delega aos agentes os direitos de alienabilidade da decisão, pois a eles cabe apenas executar as fases do processo decisório. Como enfatizado pelos autores supracitados, em geral não é dado aos empregados de uma firma o direito de alienar suas posições, os ativos ou o direito de decisão, e tampouco de se apropriar dos resultados de uma alienação. Assim, inexistente um processo automático que faça com que os direitos de decisão no contexto intrafirma migrem espontaneamente para os agentes com conhecimento específico para exercê-los. Ademais, não há sistemas automáticos de mensuração e recompensa pela *performance* que motivem os indivíduos a agir conforme os objetivos da empresa.

Conseqüentemente, as organizações precisam desenvolver mecanismos que substituam a alienabilidade do sistema de mercado e que motivem os agentes com o conhecimento relevante a tomar decisões que conduzam a uma maior eficiência. Desenvolvem-se, então, mecanismos cuja finalidade é controlar os problemas de agência. Esses mecanismos são denominados regras do jogo organizacional e compreendem: a distribuição de direitos de decisão aos agentes com conhecimento específico para que eles os exerçam em todos os níveis da estrutura hierárquica; o sistema de controle, que proporciona a mensuração e avaliação da *performance* dos agentes da decisão; e a recompensa e punição dos agentes pela *performance* obtida, de modo a incentivar a eficiência no processo decisório. Veja-se a Figura 1.

**Figura 1: Blocos constitutivos da teoria integrada das organizações – teoria positiva da agência**



Fonte: JENSEN, 1998.

Cabe ressaltar que os estudos relacionados à governança corporativa enfatizam, sobretudo, a busca de geração de valor para o acionista e analisam os mecanismos adotados para gerir as organizações, com a finalidade de aumentar a riqueza dessa categoria de investidor. Logo, a Teoria da Agência serve de arcabouço teórico para a maioria desses trabalhos.

### 3. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho buscou fornecer uma contribuição ao desenvolvimento e fundamentação dos estudos de governança corporativa, mediante a apresentação dos pressupostos subjacentes à Teoria da Agência, que constitui um dos quadros teóricos mais utilizados nas pesquisas sobre esse tema, mas que é, muitas vezes, abordado de forma incompleta.

O argumento central dessa teoria é de que os indivíduos racionais que compõem as organizações têm sempre razões para reduzir os custos de agência

gerados pela separação entre propriedade e decisão. Nessa perspectiva, as organizações precisam implementar mecanismos de controle internos que minimizem os custos dos conflitos entre administradores e proprietários, de modo a alcançar a eficiência organizacional.

Dessa forma, os mecanismos de governança corporativa são desenvolvidos com o intuito de melhorar a *performance* da firma, mediante o controle dos agentes que participam do processo decisório.

### 4. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALCHIAN, A.; DEMSETZ, H. Production, information costs, and economic organization. *American Economic Review*, v. 62, n. 5, p. 777-795, 1972.

- BERLE, A. A.; MEANS, G. C. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. 3. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1988.
- EISENHARDT, K. M. Agency theory: an assessment and review. *Academy of Management Review*, v. 14, n. 1, p. 57-74, 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. F.; JENSEN, M. C. Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law and Economics*, v. 26, n. 2, p. 327-349, June 1983b. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=94032> ou DOI:10.2139/ssrn.94032.
- FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, v. 26, n. 2, p. 301-325, June 1983a. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=94034> ou DOI:10.2139/ssrn.94034.
- JENSEN, M. C. *Foundations of Organizational Strategy*. Cambridge: Harvard University Press, 1998.
- JENSEN, M. C. Organization Theory and Methodology. *The Accounting Review*, v. 58, n. 2, p. 319-339, 1983.
- JENSEN, M. C. Self-interests, altruism, incentives, and agency theory. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 7, n. 2, p. 40-45, 1994. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=5566> ou DOI:10.2139/ssrn.5566.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. The Nature of Man. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 7, n. 2, p. 4-19, 1994. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=5471> ou DOI:10.2139/ssrn.5471.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Specific and General Knowledge and Organizational Structure. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 8, n. 2, p. 251-274, 1995. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=6658> ou DOI:10.2139/ssrn.6658.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. The theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and capital structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v. 58, n. 1-2, p. 3-27, 2000.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and finance. *The Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.