

Lucas Caiche Guedes R.A.:003131



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS - UNICAMP
INSTITUTO DE ECONOMIA - IE
MONOGRAFIA



1290001448



TCC/UNICAMP G934p

A PARTICIPAÇÃO NOS LUCROS OU RESULTADOS: UM INCENTIVO NA RELAÇÃO AGENTE-PRINCIPAL?

ORIENTANDO: LUCAS CAICHE GUEDES R.A.:003131

ORIENTADOR: PROF^a. DRA. MARIA CAROLINA DE SOUZA

CAMPINAS - 2004

CEDOC/IE

TCC/UNICAMP
G934p
IE/1448

ÍNDICE:

ÍNDICE:	2
INTRODUÇÃO	3
1 AS TEORIAS SOBRE A FIRMA: DE MARSHALL A PENROSE.	5
1.1 A VISÃO CLÁSSICA E A SÍNTESE NEOCLASSICA.	6
1.2 A NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL.....	8
1.3 A ESCOLA NEOSHUMPTERIANA E EVOLUCIONISTA.....	11
2 CONTRATAÇÃO INCOMPLETA: DA RACIONALIDADE LIMITADA (BOUNDED RATIONALITY) AO OPORTUNISMO E A ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES.	18
2.1 A RACIONALIDADE LIMITADA: a visão de Herbert Simon.	20
2.2 OPORTUNISMO E INFORMAÇÃO ASSIMÉTRICA.....	23
2.2.1 OPORTUNISMO PRÉ – CONTRATUAL: Seleção adversa.	24
2.2.2 O OPORTUNISMO PÓS – CONTRATUAL: Risco moral e informação oculta.	26
2.3 QUEBRA CONTRATUAL.....	28
3 A RELAÇÃO AGENTE-PRINCIPAL DENTRO DA ESTRUTURA DE GOVERNANÇA.	31
3.2 OS CUSTOS DE AGENCIA SEGUNDO JENSE & MECKLING.....	37
3.3 O MODELO PROPOSTO POR JENSEN & MECKLING.....	41
3.4 MONITORAMENTO E CONTROLE.....	53
4 PARTICIPAÇÃO NOS LUCROS OU RESULTADOS COMO RESPOSTA AOS PROBLEMAS DE AGENTE-PRINCIPAL.	57
4.1 PARTICIPAÇÃO NOS LUCROS (<i>PROFITSHARING</i>)	57
4.2 PARTICIPAÇÃO NOS RESULTADOS (<i>GAINSHARING</i>).....	59
4.3 PARTICIPAÇÃO NOS LUCROS OU RESULTADOS NO BRASIL.....	62
5 CONCLUSÃO	64
6 REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA	68

INTRODUÇÃO

No mundo dos negócios o problema de alinhamento de interesses entre os trabalhadores e os proprietários é de vital importância para a saúde dos negócios. Firms onde os trabalhadores (que são os produtores diretos do bem ou serviço) não têm uma visão pró-firma ou então não sabem distinguir os ideais do(s) proprietários(s) são firmas mais fragilizadas para a competição, tanto em seus mercados nacionais, como em mercados globalizados.

O alinhamento de interesses passa a ter importante papel porque gera sinergias internas, aumentando produtividade, diminuindo prazos e transformando o ambiente de trabalho.

A relação de agente-principal desenvolvida por Jensen & Meckling (1976) nos mostra como em uma firma, onde há o divórcio entre a propriedade e o controle, é necessário que haja incentivos ou monitoramento interno/externo para coibir ou até mesmo punir ações que danifiquem ou deteriorem as propriedades dos acionistas externos.

A Economia dos incentivos e a economia dos contratos motivaram as pesquisas e servirão como base para este trabalho. O programa de participação nos lucros ou resultados surge como uma tentativa de superar o problema do agente principal através de incentivos que visam aproximar os interesses de proprietários com os interesses dos trabalhadores.

O objetivo deste estudo é o de promover uma revisão bibliográfica teórica, que possam vir a demonstrar que o aumento da utilização do mecanismo de participação nos lucros ou resultados pode ser benéfico para as empresas nacionais, observando que este

mecanismo já está presente na constituição desde 1946, sem ser utilizado de forma extensiva.

O primeiro capítulo tratará de diversas visões da firma com a intenção de demonstrar que essas visões classificam o problema da agência como pertinente.

O segundo capítulo será dedicado aos fundamentos teóricos que dão sustentação à relação agente-principal: desde a contratação incompleta, como a racionalidade limitada e a assimetria de informações.

O terceiro capítulo tratará dos modelos de governança corporativa nipo-germânico e do anglo-saxão, e expõe o modelo desenvolvido por Jensen e Meckling (1976).

O quarto capítulo será dedicado à discussão sobre a participação nos lucros ou resultados, bem como suas implicações, vantagens e desvantagens e surgimento deste aspecto legal na sociedade brasileira.

O quinto capítulo será destinado à conclusão, onde buscar-se-á mostrar como as discussões teóricas dos três primeiros capítulos levam a participação em lucros ou resultados como uma solução pertinente ao problema da agência, bem como esta solução pode vir a ser perigosa.

1 AS TEORIAS SOBRE A FIRMA: de Marshall a Penrose.

Nessa seção iremos tratar da natureza e dos objetivos da firma. Essa questão encontra uma série diversa de respostas. Será exposto algumas perspectivas econômicas da firma e seus desdobramentos, entre elas: a visão neoclássica, a visão da nova economia insitucional (NEI), a visão neoshumpteriana e evolucionista, e a visão comportamentalista e gerencial.

Obviamente não temos a pretensão de descobrir e mostrar o que é, na verdade, a firma, e quais são seus objetivos. A realidade é que existem diferentes aspectos que se possa analisar dentro das firmas e as diferentes visões acreditam que aspectos diferentes são centrais na discussão. Esse capítulo buscará evidenciar que em diferentes visões da firma contemporânea, o problema do alinhamento de objetivos tem relevância para o futuro da firma. Partindo dessa constatação o arcabouço teórico desenvolvido sobre as teorias da firma servirão de base para os capítulos próximos.

“Uma empresa é uma entidade legal que estabelece contratos com fornecedores, distribuidores, empregados e, freqüentemente, com clientes. É também uma entidade administrativa, já que havendo divisão do trabalho em seu interior, ou desenvolvendo mais uma atividade e, uma equipe de administradores se faz necessária para coordenar e monitorar diferentes atividades. Uma vez estabelecida, a empresa se torna um conjunto articulado de qualificações, instalações e capital líquido. Finalmente, em nome dos lucros, empresas têm sido e são instrumentos de

economias capitalistas para a produção de bens e serviços e para o planejamento e a alocação para a produção e distribuição futuras". (Chandler, 1992, p. 483).

1.1 A VISÃO CLÁSSICA E A SÍNTESE NEOCLASSICA.

A escola clássica (anterior a síntese neoclássica) não coloca a empresa como agente, para eles os únicos agentes envolvidos na economia são capitalistas, proprietários de terra e trabalhadores.

Os economistas da vertente neoclássica tendem a ver as firmas como jogadores num jogo econômico com múltiplos atores, sendo que seus interesses estão geralmente no jogo em si ou em seus resultados, pouca atenção sendo dada ao desempenho de uma firma individual. Em outras palavras, eles estariam mais interessados no funcionamento de um determinado mercado e não na atuação de uma determinada firma individual. A justificativa para tal afirmação é que as diferenças entre as firmas não são importantes, simplesmente refletindo diferenças nos contextos nos quais elas operam, como por exemplo, no mercado de trabalho ou no de matéria-prima.

Existem duas principais razões para que a teoria neoclássica trate a firma como uma caixa-preta (*black box*). A primeira se refere ao enfoque sobre como a economia aloca os recursos, dadas determinadas preferências e tecnologias, ou seja, dados os fatores determinantes dos preços dos produtos e serviços. A segunda está no fato de se considerar que as firmas se vêem num conjunto de escolhas de informação perfeita, ou seja, tudo é dado e conhecido. Assim, a firma não teria dificuldade alguma em escolher qual a melhor

ação a ser tomada. Segundo essa linha de pensamento, o crescimento da firma é nada mais que um aumento na produção de certos bens finais e seu tamanho ótimo é o que minimiza o custo médio.

Segundo Best (1993, cap. 4) a teoria neoclássica brevemente apresentada acima pode ser classificada como uma teoria de equilíbrio econômico, sendo sua formulação creditada principalmente a Alfred Marshall e a Léon Walras. Walras formulou a estrutura teórica que descreve o equilíbrio geral das trocas, não concedendo particular destaque à produção. Já Marshall, com a teoria do equilíbrio parcial, foi mais ambicioso, introduzindo a produção através da análise de seus custos.

Com relação às firmas, “Marshall sustentou a existência de um tamanho ótimo devido a limites na capacidade gerencial e a impedimentos de ordem física à expansão ilimitada” (Bêrni, 1990, p.138). Entretanto, a teoria do equilíbrio parcial de Marshall sofreu duras críticas provenientes de Piero Sraffa, que afirmou ser impossível isolar as condições de demanda e de oferta de um único mercado sem se supor que a curva de oferta de insumos afetasse os custos dos demais produtos. Neste caso, a demanda e a oferta seriam interdependentes, implicando que qualquer movimento ao longo de uma curva de oferta levaria a uma mudança na curva de demanda. Por exemplo, se uma empresa elevasse os preços dos seus produtos, ela estaria diminuindo a renda real de seus compradores. Esta perda de renda faria com que a demanda pelos bens e serviços vendidos pelas demais empresas fosse afetada, ainda que indiretamente.

Sraffa sugeriu duas possíveis saídas. A primeira saída seria o abandono da teoria do equilíbrio parcial de Marshall, voltando a estrutura analítica para a estrutura de equilíbrio geral de Walras. Abandonar a moldura do equilíbrio parcial tem duas consequências. A primeira, deriva do fato de Walras ter modelado uma economia

exclusivamente de trocas, o que implica na perda da teoria explicativa do surgimento da produção. A segunda, por sua vez, é derivada da suposição de sempre existirem tanto mercados perfeitamente competitivos, como também um determinado preço para todos os bens (presentes e futuros).

A segunda saída para a crítica formulada por Sraffa consiste no abandono da hipótese da existência generalizada de concorrência perfeita e a aceitação de que as firmas podem estabelecer preços, dentro de determinadas margens. Nesta direção é que apareceram os livros de Edward Hastings Chamberlin e Joan Violet Robinson. Ambos consideram os mercados de produtos com diferenciação real ou imaginária feita através da promoção de vendas, o que confere aos ofertantes algum poder sobre a formação do preço.

1.2 A NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL

O trabalho de Ronald Coase inspirou avanços que dão sustentação ao que se convencionou chamar de Nova Economia Institucional (NEI), onde se desenvolve um novo paradigma para o estudo das organizações. No seu artigo seminal "The nature of the firm", de 1937, Coase chama a atenção para dois aspectos importantes: o primeiro critica a noção tradicional da Economia Neoclássica de considerar a firma como uma função de produção, muito mais do que uma relação mecânica entre um vetor de insumos e um vetor de produtos, associada a uma determinada tecnologia, a firma é uma relação orgânica entre agentes, que se realiza através de contratos, sejam eles explícitos, como os contratos de trabalho, ou implícitos, como uma parceria informal.

Com essa crítica, Coase não rompe com a tradição neoclássica, visto que o comportamento maximizador é mantido, mas o amplia, passando a considerar outro tipo de custos, além dos custos de produção. A firma coasiana é um conjunto de contratos coordenados, que levam à execução da função produtiva. A firma tradicional, que Coase caracteriza como uma ficção jurídica, é ampliada, passando a incorporar relações de produção tão comuns ao mundo da moderna organização. Assim, sob a ótica de Coase, pode se entender as relações contratuais entre firmas, as franquias, as alianças estratégicas, a sub-contratação e as parcerias como relações típicas de produção, expandindo o conceito de firma.

Assim, em 1937, Coase abre as portas para a compreensão da organização moderna, levando a dois temas que passarão a ser recorrentes na literatura: a coordenação vertical da produção (ou seja, os limites da firma) e a estrutura da organização interna da firma. A primeira vertente foi trabalhada por Oliver Williamson, nos anos 70, 80 e 90 mais associada ao estudo e compreensão da integração ou coordenação vertical das firmas. A segunda vertente, da organização interna, também foi abordada por autores como Williamson e outros autores da Economia das Organizações, como Milgrom e Roberts(1992), baseados nas teorias relacionadas ao estudo dos incentivos.

O segundo aspecto que Coase avalia relaciona-se ao custo do funcionamento dos mercados. Em contraposição à análise neoclássica, que considera o mecanismo de preços como o alocador de recursos do sistema econômico, Coase levanta a hipótese de que o mercado funciona, mas existem custos associados ao seu funcionamento. Tais custos e fricções estão associados à condução das transações. Toda a teoria e suas aplicações práticas, que seguiram a ótica de Coase, procuram entender quais os componentes destes custos, quais as condições nas quais o mecanismo de preços realmente representa a forma

mais eficiente de alocação dos recursos, mas também quais as condições nas quais o mecanismo de preços perde para mecanismos contratuais, ou para a integração vertical, como melhor alocador de recursos.

A partir do ponto desenvolvido por Coase, de que os mercados também têm custos associados ao seu funcionamento, surge a possibilidade para ampliar os preceitos neoclássicos de minimização de custos, antes associados apenas aos custos mensuráveis dos fatores de produção, passando a incorporar os custos de transação, ou seja, os custos de mover o sistema econômico. Aí estão incluídos tanto os custos de achar quais os preços relevantes, que por sinal são perfeitamente incorporados pela teoria tradicional, como outros custos de desenho, estruturação, monitoramento e garantia da implementação dos contratos.

Dessa forma a firma moderna pode ser entendida como um conjunto de contratos entre agentes especializados, que trocarão informações e serviços entre si, de modo a produzir um bem final. Os agentes poderão estar dentro de uma hierarquia, que é o que convencionalmente chamamos de firma. Entretanto, poderão estar fora dessa hierarquia, relacionando-se extra-firma, mas agindo motivados por estímulos que os levam a atuar coordenadamente.

As relações contratuais, estejam elas ocorrendo entre ou dentro de firmas, carecem de algum tipo de coordenação. Se ocorrerem dentro das firmas, entende-se que o coordenador poderá ser o empresário, cujos objetivos nem sempre estão alinhados com os da firma. Se ocorrerem entre firmas, naturalmente surgirá a questão da divisão dos resultados. Mesmo quando as transações ocorrerem dentro das firmas, existe o problema a respeito dos direitos de propriedade sobre os resíduos, que são parcialmente definidos

contratualmente entre os empregados e os acionistas, que será amplamente discutida nos próximos capítulos.

A visão da firma Coasiana nos leva a indagar a respeito da formatação eficiente dos contratos, de tal modo que a arquitetura da firma reflita um arranjo que induza os agentes a cooperarem visando à maximização do valor da empresa. Dessa forma, surge a necessidade de compreender quais os elementos associados à formatação e desenho dos contratos, definição de direitos de propriedade sobre os resíduos, formas de monitoramento e cláusulas de ruptura contratual. Tais são os elementos relevantes para a Teoria dos Contratos, que permitem a busca de um desenho da arquitetura das organizações.

1.3 A ESCOLA NEOSHUMPTERIANA E EVOLUCIONISTA

Para Schumpeter, a grande virtude do sistema de mercado não é a eficiência, mas a indução à inovação, que é definida com o estabelecimento de uma nova função de produção. Outro ponto enfocado por Schumpeter é o do papel do empreendedor. Ele reduziu a um segundo plano o papel do administrador. Para Schumpeter, o empreendedor é um inventor, portador e/ou implementador de novas idéias.

Com relação à concorrência perfeita, Schumpeter afirmou que esta deixa as firmas mal preparadas para o aproveitamento das oportunidades oferecidas pelo ambiente dos negócios. Para ele, as firmas que não possuem em suas organizações a capacidade de antecipar mudanças aproveitar as oportunidades trazidas por elas posicionam-se em desvantagem relativamente a seus competidores. Mais recentemente, Nelson & Winter

(1982) desenvolveram a chamada teoria evolucionária como uma espécie de desdobramento da linha schumpeteriana, concedendo grande importância à inovação. O uso do termo “evolucionário” vem tanto do fato de eles terem utilizado alguns conceitos básicos da biologia, como também de sua preocupação com o processo de mais longo prazo contendo mudanças progressivas e incrementais (Nelson e Winter, 1982, cap. 1).

A teoria evolucionária proposta por Nelson e Winter emprega basicamente três conceitos, cada um deles contendo alguma analogia com a biologia. O primeiro conceito é o de rotina. Este é o termo utilizado para todo padrão comportamental previsível e regular. Este termo identifica basicamente o papel análogo ao que o gene exerce para a teoria evolucionária na biologia. Nas rotinas das firmas, estão incluídas características que vão desde procedimentos técnicos bem específicos voltados à produção de bens, à contratação de pessoal, às políticas de estoques, de investimentos, de pesquisa e desenvolvimento (P&D), propaganda e estratégias de negócios. As rotinas serão uma característica permanente da organização, determinando inclusive seu provável comportamento.

Esses autores, entretanto, reconhecem que grande parte dos comportamentos não se enquadram dentro do significado mais comum de rotina. Por exemplo, os altos executivos não costumam aplicar as mesmas soluções para os mesmos problemas em diferentes momentos de tempo. Por exemplo, se o problema **X** recebeu a solução **x1** há cinco anos, caso ele apareça novamente, muito provavelmente ser-lhe-á dada a solução **x2**. Grande parte daquilo que é considerado como regular e previsível no comportamento empresarial pode ser classificado sob o título de rotina, especialmente caso se entenda que o termo contempla procedimentos heurísticos. Estes, ao definirem a maneira como a firma resolverá seus problemas não rotineiros, levam à utilização de práticas que atendem a uma

variedade de problemas e que podem, com o passar do tempo, vir a ser consideradas como rotinas.

Nelson e Winter (1982, cap. 1) distinguiram três classes de rotinas: a primeira é aquela que a firma utiliza a qualquer momento, dado um conjunto de fatores de produção que não pode ser aumentado no curto prazo. Essas rotinas, que governam o comportamento da firma no curto prazo, são geralmente chamadas de características operacionais.

A segunda classe de rotina é aquela que determina o aumento ou a redução do estoque de capital (aqueles fatores de produção que são fixos no curto prazo) de período a período. Segundo os autores, a extensão com que o comportamento de investimentos de uma firma segue padrões previsíveis vai variar muito de uma situação para outra. Contudo, no modelo desenvolvido por Nelson e Winter, a regra de investir estará baseada em sua lucratividade. Desta forma, as firmas lucrativas irão crescer e as não lucrativas irão contrair-se, seguindo, *mutatis mutandis*, os mesmos preceitos evolucionários apontados por Darwin.

Finalmente, a terceira classe de rotina é aquela que age no sentido de modificar, com o passar do tempo as características operacionais. Existe uma hierarquia de regras de decisão em que os procedimentos de ordem “mais alta” ocorrem no sentido de modificar os de ordem “mais baixa”.

Como foi dito anteriormente, além da rotina existem mais dois conceitos fundamentais para a formulação da teoria evolucionária da firma. O próximo é o mecanismo de seleção. Para esta teoria, o ambiente de mercado é o que determina o sucesso de uma firma, estando relacionado com sua capacidade de sobrevivência e crescimento. O mecanismo de seleção tem uma clara analogia com a seleção natural na

biologia: firmas que se adaptam ao ambiente de mercado sobrevivem e crescem. As que não o fazem, tendem à extinção.

O terceiro conceito fundamental da teoria evolucionária de Nelson e Winter é o de busca. A busca é o fator que regula as modificações nas rotinas. Supõe-se que as firmas possuem determinados critérios, através dos quais avaliam as mudanças propostas nas rotinas. Por exemplo, gastos em P&D podem ser uma função do tamanho empresarial e, assim, pode-se prever que firmas maiores imprimirão mais modificações em suas rotinas. Deste modo o conceito de busca equivale ao de mutação na biologia.

1.4 A VISÃO DA ESCOLA COMPORTAMENTALISTA E GERENCIAL.

Continuando em direção ao caminho proposto no início deste capítulo, cabe agora analisar as outras duas teorias: a comportamentalista e a gerencial. A teoria neoclássica está baseada em suposições como a maximização de lucros, a perfeita racionalidade dos tomadores de decisão e livre acesso à informação. Desta forma, ela não considera importantes relações de poder, a construção de impérios e, por fim, que existem conflitos entre indivíduos, conflitos estes que podem trazer conseqüências danosas à performance da firma. Em resumo, ao invocarem falta de realismo à concepção neoclássica de firma, as escolas comportamentalista e gerencial fazem parte do grupo de dissidentes das vertentes tradicionais.

Os comportamentalistas vêem a firma como uma aliança de indivíduos ou grupos de indivíduos com objetivos diferentes e normalmente contraditórios. Desta aliança

faz parte qualquer indivíduo que tenha algum tipo de interesse na firma, como é o caso dos gerentes, trabalhadores, clientes, fornecedores e credores. Considerando que os diferentes objetivos dos membros dessa união podem ser bastante diversos, a formação e sobrevivência contínua das alianças dependem de processos de negociação e concessões, através dos quais as demandas de seus membros ou subgrupos são definidas.

Outra suposição importante feita pelos comportamentalistas é que a informação não é gratuita e que os indivíduos são apenas limitadamente racionais (*boundedly rational*). Desta forma, os desejos dos indivíduos tomam a forma de níveis de aspiração (*aspirational levels*) que, unidos com os diferentes objetivos de cada um deles, fazem com que a firma busque níveis de performance satisfatórios. Portanto, o objetivo da firma deixa de ser o de maximização: simplesmente ela tenta satisfazer determinados objetivos, sujeitos a certos conjuntos de restrições.

Como os indivíduos podem ter objetivos contraditórios, a resolução dos possíveis conflitos que daí surgem exige, segundo os comportamentalistas, a existência de uma folga organizacional (*organizational slack*). Outra definição de folga organizacional é o excedente de pagamentos com relação aos custos de oportunidade. Nestas circunstâncias, a folga organizacional é a diferença entre os recursos disponíveis e os recursos necessários para os pagamentos mínimos exigidos para a garantia da existência perene da aliança.

Enquanto os comportamentalistas não postulam qualquer tipo de maximização e acreditam que a folga organizacional pode servir a qualquer membro da aliança, os adeptos da escola gerencial acreditam que essa folga dentro da firma será, dentro do possível, direcionada para a maximização da utilidade dos gerentes, nesse sentido a função utilidade dos gerentes, que orientam as suas decisões, não conteriam apenas o lucro da firma, mas também os outros elementos que afetam suas carreiras, seus empregos, suas oportunidades

de rendimentos futuros, parcela de mercado da empresa, crescimento das vendas das empresas, entre outros, apareceriam como variáveis de decisão dos gerentes.

Um elemento-chave dessa construção teórica é a separação entre propriedade e controle. A escola gerencial vê a firma como uma estrutura hierárquica, na qual a alta administração estabelece os objetivos e faz o monitoramento dos níveis gerenciais mais baixos. A escola gerencial sugere que os executivos são motivados por ordenados, gratificações, prestígio e podendo sacrificar os lucros até ao limite de não comprometerem seus empregos, ou seja, garantindo uma remuneração não discrepante da de mercado aos acionistas da empresa.

Edith Penrose retornou a problemática proposta por Marshall, com isso volta ao centro da discussão as empresas que crescem acumulando capacidades e recursos, já que para a autora a empresa reúne e combina recursos. Ao longo da sua existência, as empresas acumulam conhecimento, experiência e *know – how*, fato que a transforma em um elemento único, que resulta em uma trajetória específica.

Os conhecimentos adquiridos pela empresa são em parte tácitos, ou seja, além de não poderem ser adquiridos no mercado, o seu pessoal somente o aprende no ambiente interno da firma – experiência comum. Convém relatar que as decisões são tomadas em um ambiente extremamente hierarquizado, com divisão do trabalho. Penrose ainda enfatiza que o fato gerador das decisões dos gerentes pode ser englobado num aspecto mais geral – o crescimento da firma, dentro de uma visão dinâmica da empresa que se transforma e cresce.

Para os objetivos desse estudo, cabe ressaltar que o fato de várias visões da firma classificarem o problema do divórcio entre a propriedade e o controle como

pertinente, será usado como sustentação necessária para os estudos sobre contratação incompleta, a relação agente-principal e os desenhos de contratos de incentivos.

2 CONTRATAÇÃO INCOMPLETA: Da racionalidade limitada (*bounded rationality*) à assimetria de informação.

“... o custo de transação *ex ante* refere-se a dispêndios para negociar os termos da transação e estabelecer salvaguardas, pois nem todas as contingências podem ser previstas, ou seja, são custos preventivos. Se todos os problemas para se realizar a transação fossem previsíveis, não haveria necessidade de coordenação (*governance*) ao longo de sua execução. No entanto, existem custos de monitorar o cumprimento do contrato e de renegociar os parâmetros da transação. Os custos de montar estruturas contingentes e de correção para tais eventualidades, além do próprio fracasso destas (má adaptação), consistem nos custos de transação *ex post*. Vale notar que existe grande interdependência entre os custos *ex ante* e *ex post*, ou seja, um contrato pode ser econômico, em termos de custo de transação *ex ante*, para ser implementado, mas nada garante que o será quanto ao seu monitoramento”. Williamson (1985, p. 20).

Nesta seção será discutido como a assimetria de informação (e suas implicações: a seleção adversa e o risco moral) e a racionalidade limitada transformam a contratação completa como objetivos praticamente inalcançáveis pelas firmas.

Voltando ao foco deste estudo, o problema da motivação aparece porque os indivíduos têm seus próprios interesses, os quais não necessariamente estão perfeitamente alinhados com os interesses de outras pessoas, grupos ou firma. Portanto para as firmas, o problema da coordenação passa a ser vital, sendo este capítulo importante por mostrar como os agentes atuam dentro da firma, bem como o que estes sabem difere do que os donos da firma sabem e como os problemas de informação e de previsibilidade afetam os contratos da sociedade.

Em princípio, os problemas de coordenação seriam facilmente solucionados se existisse a “contratação perfeita”. Esta “contratação perfeita”, segundo Milgrom e Roberts

Zylbersztajn (1996), citando outros autores como Williamson, Coase entre outros, apresenta a incompletude dos contratos como resultante tanto da racionalidade limitada quanto do elevado custo de se obter as informações necessárias para preencher as lacunas contratuais. Em tal situação, o surgimento dos custos de transações associados ao desenho de contratos incompletos pode ocorrer em razão da existência de contingências não previstas no momento de assinatura do contrato.

A ocorrência de contratos incompletos deve-se a limitação cognitiva dos agentes, a incerteza associada às dificuldades de previsão de todos os eventos futuros relevantes ou, então, a ineficiência institucional em prevenir o comprometimento das partes sobre certas variáveis. O surgimento de rendas apropriáveis oriundas do elevado grau de especificidade de ativos tornam os contratos passíveis de rompimento por uma das partes.

2.1 A RACIONALIDADE LIMITADA: a visão de Herbert Simon.

Os estudos de Simon percorreu os campos da economia, da psicologia, da administração, da filosofia e a ciência da computação. Observa-se, no entanto, que toda a sua linha de pensamento está voltada ao entendimento do processo decisório e do processo de resolução de problemas nas organizações. Por mais de 40 anos, Simon utilizou intensivamente o computador como uma ferramenta, sobretudo para a simulação do pensamento humano através de sistemas de inteligência artificial.

Em 1947, com a publicação de *Administrative behavior*, Simon promove a teoria do comportamento administrativo, suas idéias marcam um novo período na ciência

econômica, cujo foco de atenção recai sobre a preocupação com o comportamento humano no processo de tomada de decisão e resolução de problemas organizacionais. Sua teoria faz uma forte crítica a alguns dos princípios basilares da economia.

Simon apresentou a teoria da racionalidade limitada, em que contrapunha a visão clássica de que os administradores sempre tomam decisões que maximizam os lucros e de que os indivíduos sempre fazem a melhor escolha entre várias alternativas. Simon observou que o processamento de informações pelas pessoas é limitado e, geralmente, busca-se uma aproximação satisfatória dos resultados.

“As pessoas devem considerar que os tomadores de decisão possuem habilidades limitadas para avaliar todas as possíveis alternativas de uma decisão, bem como lidar com as consequências incertas da decisão tomada. Uma teoria, para entrar em existência, deve estar firmemente baseada em conhecimento sobre o processo de tomada de decisão atual e real dos seres humanos. A lição que a economia há pouco está começando a aprender é que uma teoria não pode ser construída no conforto de uma poltrona sem ter fundamentações empíricas fortes. Se nós nos baseamos numa visão Popperiana de que a função da evidência é contestar teorias incorretas, então podemos dar à economia neoclássica, sem demora, um veredicto de fracasso comprovado”. (Simon, 1999, p. 94).

Simon ainda observa:

“Nós temos visto que a teoria clássica leva sempre às mesmas conclusões e que os princípios da racionalidade perfeita são contrários aos fatos que realmente ocorrem no processo real de tomada de decisão. Nós hoje entendemos muito do mecanismo de escolha racional humana. Nós sabemos como funciona o sistema de processamento de informações chamado homem, face à complexidade. Além de sua percepção, usa capacidade de processar informações para buscar alternativas, para calcular consequências, para resolver incertezas e, desse modo – algumas vezes,

não sempre –, encontrar a maneira de ação que seja suficientemente satisfatória”.

(Simon, 1979, p.500)

Observa-se, então, que o “homem administrativo” promovido por Simon em substituição ao “homem econômico” da teoria clássica é limitado no conhecimento de todas as alternativas e incapaz de estabelecer critérios para otimizar suas decisões; por isso, procura tomar decisões que atendem aos padrões mínimos de satisfação e nunca de otimização. Em seu ponto de vista, Simon defende que uma alternativa só é ótima se:

- 1) Existir um conjunto de critérios que permitem que todas as alternativas sejam comparadas; e
- 2) A alternativa for escolhida segundo esses critérios.

Por outro lado, uma alternativa é satisfatória quando:

- 1) Existe um conjunto de critérios que descreve um mínimo de satisfação para as alternativas; e
- 2) A alternativa escolhida satisfaz esses critérios.

Simon (1947, cap. 4) ainda descreve X diferentes racionalidades entre elas:

- 1) Racionalidade objetiva, que representa maximizar certos valores numa dada situação;
- 2) Racionalidade subjetiva, se maximiza a realização com referência ao comportamento real do assunto;
- 3) Racionalidade consciente, um processo consciente de adequação de meios a fins visados;
- 4) Racionalidade deliberada, ocorre na medida que a racionalidade ocorre deliberadamente (por parte do indivíduo ou organização);

- 5) Organizativamente racional, na medida que se orienta no sentido dos objetivos da organização; e
- 6) Pessoalmente racional, visa os objetivos pessoais.

2.2 OPORTUNISMO E INFORMAÇÃO ASSIMÉTRICA

Uma das hipóteses que garantem a “otimalidade” da economia competitiva consiste na condição que todos os agentes são capazes de conseguir o mesmo leque de informações sobre as variáveis econômicas, não acontecendo casos onde um agente detém certa informação que outro não detenha, essa é a hipóteses de informação perfeita, que garante ainda que todas as características de determinado bem, bem como as características psíquicas de determinado agente serão facilmente observáveis pelos outros participantes do mercado. Mas como é de se esperar, a informação é distribuída de forma desigual entre os agentes, gerando algum tipo de ineficiência que impede a ocorrência do Equilíbrio de Pareto.

A partir de trabalhos como o de Akerlof 70, *The market for lemons*, as análises sobre as implicações da assimetria de informações foram impulsionadas. Grande parte do uso da hipótese da informação assimétrica na teoria econômica é motivada pela tentativa de compreender ineficiência de um determinado mercado.

O pressuposto relacionado ao oportunismo dos agentes associa-se fortemente com a existência de informação assimétricas entre as partes (agentes, firmas, etc) envolvidos em determinada transação e aos custos de obtenção de informações. Os

problemas causados pela assimetria de informações podem adquirir grandes proporções, implicando no surgimento de custos de transação associados às salvaguardas *ex-ante* e/ou ao monitoramento *ex-post*. Em geral, os problemas associados a assimetria de informações advêm do comportamento de natureza ética, afetando diretamente as relações entre os agentes. Se os agentes econômicos tivessem uma índole benigna, não oportunista, os custos de transação não seriam tão relevantes.

Segundo Eaton e Eaton (1995 pág 160) os principais problemas contratuais decorrentes da assimetria de informação podem ser agrupados em duas espécies: informação oculta (ou seleção adversa) e ação oculta (ou risco moral). Esses problemas podem ainda ser classificados decorrentes do oportunismo pré-contratual e do oportunismo pós-contratual, conforme se explicita a seguir:

2.2.1 OPORTUNISMO PRÉ – CONTRATUAL: Seleção adversa.

Trata-se do comportamento oportunista por uma das partes que realizarão um acordo antes da assinatura deste. O grande problema do oportunismo pré-contratual é conhecido como seleção adversa. Segundo Milgrom e Roberts (1992, p. 595), o termo seleção adversa refere-se ao problema relacionado ao oportunismo pré-contratual que surge quando uma parte possui algum tipo de informação privada que afetará negativamente a outra parte na vigência do contrato.

Akerlof (1970) foi o pioneiro na descrição formal da existência do problema de seleção adversa decorrente de assimetria de informações, utilizando como exemplo o

mercado de carros usados na Índia. Como foi mostrado por Akerlof, em mercados de bens com qualidade duvidosa sofre com o problema da assimetria de informação e o que ocorre com o mercado foi chamado de seleção adversa. Ele dividiu o mercado de carros usados em 2, os limões e as preciosidades, onde seus proprietários têm informações completas sobre seus carros, porém os compradores não. Portanto, o vendedor tem informações precisas sobre a qualidade do produto, enquanto o comprador não. A inexistência de um mecanismo que permita aos compradores diferenciar a qualidade dos produtos que desejam adquirir acabará provocando a queda do preço das preciosidades, desestimulando os proprietários desse tipo de automóvel a entrar no mercado, visto que o comprador estará disposto a pagar pela qualidade esperada do bem, que levará a completa eliminação do mercado das transações envolvendo os produtos de boa qualidade, deixando o mercado restrito aos limões.

Em suma, transações de bens com diferentes qualidades nas quais o vendedor não possui meios de convencer o comprador a respeito da qualidade do bem comercializado, tende a ser ineficiente, na medida que o fenômeno de seleção adversa elimina as transações dos produtos de boa qualidade, podendo, em situações extremas, causar o colapso do mercado.

Como já exposto, a *seleção adversa* decorre da assimetria de informações entre os agentes e para evitá-la é necessária a busca de mecanismos que reduzam essas assimetrias. Segundo a teoria institucionalista, mais especificamente WILLIAMSON (1985), existem dois mecanismos básicos de diminuição de assimetrias visando amenizar o oportunismo pré-contratual:

- 1) sinalização (*signaling*): diz respeito à emissão de sinais e fornecimento de informações por parte do agente que a detém (o agente que está recebendo a informação deve confiar na sinalização do outro agente); e
- 2) “varredura” (*screening*): ocorre quando a informação assimétrica é revelada por iniciativa da outra parte, ou seja, diz respeito à busca de informações (os que desejam informações fornecem incentivos de modo a atrair apenas aqueles que possuem a informação desejada).

Todo o objetivo para reduzir a *seleção adversa* vai em direção da melhoria da qualidade e do fluxo de informações, mas cabe lembrar que esse processo é oneroso.

2.2.2 O OPORTUNISMO PÓS – CONTRATUAL: Risco moral e informação oculta.

Na teoria da NEI é possível identificar dois tipos de problemas informacionais pós-contratuais: a informação (ou conhecimento) oculta e a ação oculta. Na informação oculta, a ação do agente é observável e verificável pelo principal, mas uma informação relevante ao resultado final é adquirida e mantida sobre sigilo pelo agente. Na ação oculta, a ação do agente não é observável ou verificável pelo principal.

Uma ação é observável quando é possível para o principal mensurá-la e/ou quantificá-la. Além disso, é necessário que a observação feita pela principal seja passível de prova para um órgão de resolução de disputas contratuais. Em relações de longo prazo, onde é permitido a interrupção ou renegociação do contrato, a observabilidade restringe o comportamento do agente.

Pode ser buscada em Arrow (1968) a base do que se convencionou chamar de risco moral. Arrow desenvolveu um modelo para explicar o mercado de seguros. Neste caso diferentes consumidores que contrataram o seguro vão ter distintos comportamentos quanto ao cuidado com o bem segurado, fato que vai modificar a probabilidade de ocorrência de sinistro entre eles. Assim, na hora do estabelecimento da taxa a ser cobrada pela empresa seguradora, esta deve levar em consideração o incentivo aos consumidores em cuidar das mercadorias que estão sendo seguradas. As seguradoras procuram discriminar seus usuários segundo suas ações e a influência que estas têm sobre a possibilidade de danos, mas o conhecimento dessas ações é oneroso. Por esta razão, os consumidores vão ter que acabar assumindo parte do risco não assumido pela seguradora. A existência de franquia nas apólices de seguro ocorre no sentido de incentivar os consumidores a serem cautelosos com os bens segurados, pois no caso de sinistro, o consumidor tem que arcar com parte do custo.

Desde então a nomenclatura risco moral vem sendo utilizada para mostrar efeitos adversos que surgem em situações com contingências não observáveis, e que necessitam de informações para o desenho de contratos eficientes. Milgrom e Roberts (1992, p. 601) entende risco moral como o comportamento oportunista pós-contratual que surge de ações requeridas ou desejadas sob o contrato, não livremente observadas, beneficiando a parte com informação privada. O comportamento oportunista do agente torna-se comum quando o principal não consegue monitorar e controlar as ações do agente satisfatoriamente. Esse ponto será amplamente discutido no capítulo seguinte.

A teoria institucionalista (WILLIAMSON, 1985) advoga como uma possível solução compensatória frente ao *risco moral* o estabelecimento dos seguintes mecanismos:

- 1) Monitoramento: diz respeito a uma espécie de auditoria independente, ou monitoramento das condições de execução do contrato, o que torna possível a percepção de comportamentos inapropriados mesmo antes deles ocorrerem;
- 2) Contratos de incentivo: são mecanismos contratuais que buscam incentivar os comportamentos positivos, ou seja, buscam realizar a convergência entre os comportamentos (alinhamento de incentivos) visando eliminar o risco moral e;
- 3) *Joint-ventures*: implica a posse conjunta dos ativos; está relacionado a algum grau de integração entre as partes e a finalidade é reduzir o risco de *free-riding*, que é um comportamento oportunista (o estabelecimento de *jointventures* tem se tornado cada vez mais freqüente e é um mecanismo de criação de compromissos – *commitments* – que são mais sólidos e mais críveis).

2.3 QUEBRA CONTRATUAL

Milgrom e Roberts (1992, p.137) entendem a quebra contratual como um problema pós-contratual, gerado por contratos incompletos e imperfeitamente especificados, que permitem a exploração de eventuais falhas e lacunas pelas partes envolvidos com o objetivo de obter alguma vantagem frente à outra.

A utilização de termos vagos ou ambíguos, a assimetria de informações (*ex-ante* e *ex-post*), os elevados custos de elaboração do contrato completo, a racionalidade limitada dos agentes e a desconsideração de aspectos relevantes da transação são os principais fatores que originam o contrato incompleto. Segundo Williamson (1996), um contrato é efetivamente incompleto se:

- 1) Nem toda contingência futura relevante pode ser imaginada;
- 2) Detalhes de alguma contingência futura são obscuros;
- 3) Um entendimento comum da natureza das contingências futuras não pode ser alcançado;
- 4) Um entendimento comum e completo das adaptações apropriadas das contingências futuras não pode ser alcançado;
- 5) As partes são incapazes de concordar sobre qual evento contingente se materializou;
- 6) As partes são incapazes de concordar que adaptações atuais para entender as contingências correspondam às especificidades no contrato;
- 7) Mesmo que ambas as partes estejam completamente informadas a respeito das contingências ocorridas e de adaptações que tenham sido feitas, uma terceira parte pode não ter conhecimento de ambas, gerando discussões custosas entre as partes bilateralmente dependentes.

Normalmente, o problema surge em relações que envolvam investimentos específicos com custos irrecuperáveis. Ativos altamente específicos potencializam a

possibilidade de quebra contratual ao permitir que uma das partes não cumpra as obrigações contratuais na tentativa de extrair melhores termos do proprietário do ativo específico. A simples possibilidade de uma das partes sofrer grande prejuízo ao não conseguir alocar o ativo para outro uso, modifica a distribuição do poder de barganha entre as partes desestimulando o comportamento oportunista da parte que realizou o investimento.

O término da relação contratual implica a perda de um fluxo futuro de quase-rendas pelo agente. Ao requerer investimentos na produção de ativos específicos que forneçam taxas nominais de retorno, o principal cria quase-rendas. Em tal situação, a quebra contratual pode fazer o agente incorrer em elevada perda de capital.

O problema não surgiria caso o contrato fosse completo. Em tal situação, as partes especificariam todas as possíveis circunstâncias que pudessem surgir e determinariam, para cada uma delas, o comportamento a seguir. O problema da quebra contratual nunca será resolvido totalmente, visto que sempre existirá a impossibilidade de realizar a contratação completa. Assim, a utilização tanto de sistemas de incentivos quanto de instrumentos de garantia de execução de contratos (salvaguardas, coerção e monitoramento), são vistas como possíveis saídas pelas firmas.

3 A RELAÇÃO AGENTE-PRINCIPAL DENTRO DA ESTRUTURA DE GOVERNANÇA.

“Um sistema de governança corporativa é composto pelo conjunto de instituições, regulamentos e convenções culturais, que rege a relação entre as administrações das empresas e os acionistas ou outros grupos às quais as administrações, de acordo com o tipo de modelo, devem prestar contas”. Lethbridge (1997)

Como discutido no primeiro capítulo, para a teoria neoclássica, a estrutura de propriedade da firma não é levada em consideração, pois o pressuposto é que ela possui um comportamento maximizador, dada a tecnologia (função de produção), não sendo afetada pelos direitos de propriedade e pela forma legal com que estes são constituídos. Nesse enfoque, ela tem um papel passivo de mera transformação de insumos em produtos, e suas ações não impactam a concorrência, dispensando o emprego de outra estratégia que não a maximização “mecânica” dos lucros.

Já para a NEI a firma é tida como uma estrutura de governança (Williamson, 1996) ou mesmo um *nexus* de contratos (Jensen e Mecklin, 1976). A firma, enquanto uma estrutura de governança, tende a internalizar transações à medida que estas requerem ativos específicos. Assim, da mesma forma que as transações diferem em seus atributos (frequência, incerteza, grau de especificidade), as estruturas de governança, variam em seus custos de operação e competências, como, por exemplo, entre a firma e o mercado. A questão, segundo Williamson, é alinhar as transações com as correspondentes estruturas de governança (hierárquica, contratual ou mercado), de modo a mitigar os custos de transação.

Numerosos estudos têm analisado as implicações (custos) de estruturas de propriedade alternativas. Diferentes arranjos em termos de estrutura de propriedade são parte da organização institucional da produção. O problema clássico provocado pela separação de propriedade e gestão é tratado pela literatura econômica através da teoria do agente – principal.

A teoria do agente principal ou da agência é uma das principais vertentes da *Teoria dos Contratos*, juntamente com a teoria dos custos de transação, e relaciona-se não apenas com a ocorrência de assimetria de informações entre os agentes, mas também com o direito de propriedade e os contratos. O direito de propriedade possui efeitos em termos de incentivo, ao passo que o problema do agenciamento, por exemplo, relaciona-se com a cessão de direito de decisão ao agente por parte do principal. A teoria da agência ganha importância na medida em que contém os elementos básicos, com os quais lidam os contratos inter e intra-organizações.

“Certainly, simple principal-agent models by themselves do not provide a complete understanding of the structure and operation of complex organizations. The models do seem helpful, though, both in identifying some possible sources of friction within organizations and in exploring efficient ways to mitigate these frictions.”

Sappington (1991, p. 64).

A *teoria da agência* se interessa por um tipo de relações econômicas bastante frequentes no sistema econômico, ou seja, as relações bilaterais entre um indivíduo (o principal) e um outro (o agente), na qual três condições necessárias se fazem presentes:

a) o agente dispõe de vários comportamentos possíveis para serem adotados, ou seja, em uma corporação, por exemplo, os administradores são aqueles que, efetivamente, detêm o controle sobre os ativos da firma, podendo empregá-los de distintas maneiras;

b) a ação dos agentes/administradores afeta não apenas seu próprio bem-estar (estabilidade, crescimento), mas também do principal/acionistas controladores (valorização das ações, dividendos); e

c) as ações do agente dificilmente são observáveis pelo principal, havendo assimetria informacional entre as partes.

Desse modo, pode-se dizer que a literatura do agente principal volta-se para a análise de como um indivíduo (o principal) estabelece um sistema de compensação (contrato) que motive outro indivíduo (o agente) a agir de acordo com o interesse do principal. São levadas em conta, também, as dificuldades de monitorar as atividades do agente. As questões relativas ao agente principal são, então, um problema central da economia dos incentivos.

No tocante a governança corporativa, a questão colocada é a seguinte: como estabelecer um sistema de monitoramento e incentivo de modo que os administradores gerenciem as empresas de acordo com o interesse dos acionistas.

3.1 A GOVERNANÇA CORPORATIVA

Em relação a esse problema, as economias desenvolvidas apresentam dois modelos estilizados segundo Lethbridge (1997):

O modelo **nipo-germânico**, no qual o controle das corporações ocorre, principalmente, através de mecanismos internos formados por participações cruzadas, com participação do capital bancário, companhias seguradoras e mesmo outras corporações. A propriedade é muito concentrada: *“na Alemanha, os cinco maiores acionistas detêm, em média, 40% do capital e, no Japão, 25%), e muitas participações acionárias são de longo prazo. No Japão, por exemplo, entre 50% e 70% das ações de empresas listadas nas bolsas de valores são detidas por outras empresas”*

O modelo **anglo-saxão**, caracterizado pela pulverização do controle acionário, sendo externo o mecanismo de controle através do mercado de capitais. Nesse último modelo, o preço das ações reflete um julgamento do mercado, por mais subjetivo que venha a ser, em relação às *performances* dos administradores e das empresas que comandam. Desde os primeiros anos desta década, se consolidou a tendência de tornar variável uma parte considerável da remuneração dos altos executivos, em que se destacam *“as opções de compra de ações das empresas que os empregam. Calcula-se que hoje, nas grandes empresas norte-americanas, aproximadamente 79% da remuneração dos Chief Executive Officers (CEO), por exemplo, estão teoricamente sob risco, sendo em média 21% compostos por salário, 27% por incentivos de curto prazo (anual), 16% por incentivos de longo prazo e 36% por diversas formas de opções”*. Os executivos norte-americanos, de modo geral, recebem grande parte da sua remuneração em opções ou outros incentivos de longo prazo. A remuneração incentivada, que busca gerar um desempenho superior por parte dos executivos, na sua origem teve também como motivo o alinhamento mais efetivo dos interesses entre administradores e acionistas, estimulando os primeiros a maximizar valor para os últimos. Este processo pode ser visto como uma reação ao movimento de

conglomerização que assolou os Estados Unidos nas décadas de 60 e 70 e que, em muitos casos, tinha como objetivo principal a busca de poder e prestígio por parte dos executivos.

O debate ganha relevo quando se busca associar estruturas de governança corporativa com desempenho competitivo. A experiência dos últimos 20 anos mostra que as posições nessa discussão sofrem o viés do desempenho das economias nacionais com as quais os modelos de controle corporativo são associados. No final dos anos 80, destacava-se na boa *performance* da economia asiática, em especial do Japão, o modelo de governança corporativa deste país. Ultimamente, após a *performance* da economia norte-americana, o seu modelo de governança corporativa, marcado pelo controle externo, exercido pelo mercado de capitais, volta a ganhar peso. A crise das economias da Ásia tem exposto, também, a fragilidade dos mecanismos de monitoramento interno em controlar o ímpeto expansionista dos administradores, os quais, no caso de algumas empresas, levaram os níveis de alavancagem financeira para patamares elevadíssimos.

Desse modo, através da governança corporativa são instituídos mecanismos que regulam as ações dos administradores (incluindo o grau de alavancagem financeira), podendo tal tarefa ser realizada por parte dos acionistas ou mesmo por parte do sistema bancário, através da avaliação de risco. Segundo Williamson (1996) a estrutura de propriedade é um dos principais determinantes da governança corporativa, e existem seis razões para tal, a saber:

a) a concentração da propriedade por parte de grandes acionistas irá incentivá-los a tomar uma posição ativa, com interesse no desempenho da firma e na implementação de mecanismos de monitoramento dos administradores, isto é, farão valer sua *voice*, ao invés de possuírem estratégias de saída;

b) o fato de os administradores deterem ações irá afetar os incentivos que estes possuem para maximizar o valor para os acionistas, ao invés de desenvolverem objetivos próprios;

c) a identidade dos proprietários é um indicativo de suas prioridades, como, por exemplo, as empresas estatais que seguem, em boa medida, diretrizes políticas;

d) segundo a teoria de finanças, os acionistas/proprietários que possuem portfólios diversificados não serão aversos a uma postura de maior risco por parte da firma, ao passo que proprietários com uma parcela significativa de sua riqueza em uma única firma tendem a propor estratégias corporativas de baixo risco;

e) liquidez da propriedade irá afetar a preferência temporal dos proprietários e o comportamento de investimentos das corporações; e

f) as estruturas de propriedade integrada (hierarquias) podem reduzir os custos de coordenar transações com alto grau de especificidade dos ativos.

O comportamento dos agentes é afetado pelo direito de propriedade, causando efeitos em termos de utilização e alocação de recursos. Esses direitos devem ser vistos como instrumentos da sociedade, cuja principal função é ajudar os agentes econômicos a manter suas expectativas, bem como formular suas estratégias enquanto se negocia com os outros.

As firmas podem ser vistas, então, como estruturas de governança por meio das quais são realizadas as transações, cujos atributos requerem um sistema hierárquico de coordenação.

Segundo Williamson (1990, p. 8):

“Holding the activity to be organized constant, the object is to assess the efficacy of alternative means of contracting. Interfirm contracting is well suited

for some transactions; intrafirm contracting is well suited for others. Hybrid modes are superior in still others. The object is to establish which transactions go where."

As estruturas de governança, ou seja, o aparato organizacional sob o qual as transações são conduzidas (gerenciadas), somente são definidas quando se têm claros os atributos das transações. Governança corporativa, por sua vez, trata de um tema específico: o controle das corporações. Nesse sentido, identificar a estrutura de propriedade é um primeiro passo necessário para visualizar movimentos de natureza estratégica.

3.2 Os custos de agencia segundo Jense & Meckling

A teoria de agência foi amplamente discutida e analisada por Jensen e Meckling em seu texto "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Scrutire" publicado no Journal of Financial Economics em outubro de 1976. Nesse artigo, os autores definem uma relação de agência como:

*"Um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o(os) principal(is)) contratam outra pessoa (o agente) para desempenhar algum serviço em seu interesse o qual envolve delegação de alguma autoridade para tomada de decisão para o agente. Se ambas as partes da relação são maximizadoras de utilidade existe uma boa razão para acreditar que o agente não atuará **sempre** nos melhores interesses do principal"*
(Jensen e meckling, 1976: 308 e 309)

Desse modo, o principal procurará mecanismos para limitação dessas divergências de interesse, pois a firma de Jensen e Meckling é vista simplesmente como um nexo de contratos, com um principal (acionista, proprietário, ou depositário em uma associação mútua) delegando autoridade para um agente (administrador). Suas funções de utilidade são diferentes, mas inter-relacionadas. Por essa diferença, o agente pode nem sempre atuar no melhor interesse do principal. Nesse sentido, incentivos ao agente serão estabelecidos, assim como técnicas de monitoramento. Percebe-se, dessa forma, que os conflitos de interesse conduzem à existência de custos, sendo que esses custos envolvem tanto custos de oportunidade (custos relativos às perdas devido à aplicação de recursos em determinado fim e não em outro que geraria maiores rendimentos) como gastos para monitoramento do comportamento dos administradores, com a finalidade de incentivá-los a buscar a maximização da riqueza do acionista e de proteger os acionistas de ações inadequadas dos administradores. Além desses favores, os autores Jensen e Meckling (1976) discutem também, ao tratar dos custos de agência, a perda residual como um de seus custos. Essa perda é referente a cada unidade monetária equivalente de redução no bem-estar do principal em função das divergências existentes que, por sua vez, não conduzem àquelas decisões que maximizariam esse bem-estar. Um importante fator na sobrevivência de formas organizacionais é o controle de problemas de agência, surgidos graças ao fato de os contratos não serem escritos e executados com eficiência, sem custos. Esses custos resultam das atividades de estruturar e monitorar um conjunto de contratos entre agentes com interesses conflitantes, mais a perda residual incorrida porque os custos da execução com eficiência completa de contratos é superior aos seus benefícios .

Se uma empresa é administrada por seu proprietário e ele é o único participante do capital da firma, a empresa terá em seu gerenciamento um tomador de decisões que

buscará maximizar sua utilidade. Segundo sua análise de Jensen e Meckling, o modelo que melhor explica o comportamento humano seria o Resourceful, Evaluative, Maximizing Model (REMM). Por esse modelo os indivíduos importam-se com quase tudo, não apenas com riqueza monetária, mas também com honra, respeito, amor e riqueza dos outros. Seus desejos são limitados e eles procuram sempre maximizar valor. Além disso, o indivíduo REMM é um ser criativo que sempre busca criar novas oportunidades, provando mudanças em seu ambiente e alterando as limitações a seus desejos. Dessa forma, como um indivíduo tipo REMM não pode ser satisfeito, ele estará sempre buscando novas formas para obter o máximo de satisfação. Assim, tais decisões para a maximização de utilidade envolverão não apenas os resultados líquidos na forma de retornos pecuniários, mas também a utilidade gerada por resultados **não-pecuniários** de diversas atividades.

A participação em eventos beneficentes, os aspectos físicos (tapetes, estofados, quadros etc.) do escritório, as relações pessoais com os empregados, a qualidade e especificação de equipamento, as compras de suprimentos de fornecedores amigos, entre outros, são exemplos de atividades geradoras de benefícios não-pecuniários.

Um administrador pode optar por ter em sua mesa um computador três vezes mais potente do que aquele que, com certeza, realizaria otimamente as tarefas por ele exigidas. Um monitor de última geração representa maior status para o administrador. Da mesma forma, o requinte da decoração de sua sala pode não alterar seus resultados financeiros, mas proporcionará maior prazer no trabalho.

No entanto, apesar de os resultados de tais atividades não serem ganhos pecuniários, elas representam custos para a organização. Enquanto proprietário único da empresa, o administrador arcará com 100% desses custos. Mas se o proprietário-administrador vender partes da empresa, custos de agência começarão a surgir, uma vez

que agora divergências de interesse entre ele e os acionistas que não participam da administração da organização irão aparecer, pois o proprietário-administrador passará a arcar com apenas uma parcela dos custos de seus benefícios não-pecuniários e o restante estará sendo mantido pelos outros participantes no capital da empresa.

Em uma corporação em que o proprietário-administrador possui 45% de participação no capital da empresa, enquanto os outros 55% pertencem a acionistas não participantes da administração da empresa (que passam a ser designados nesse trabalho como acionistas externos), ele estará pagando apenas 45% dos benefícios não-pecuniários promovidos para maximizar sua utilidade. Os outros 55% serão pagos pelos acionistas externos.

Essas atividades voltadas para a geração de benefícios não-pecuniários podem ser limitadas através de atividade de monitoramento e controle, mas não eliminadas. No entanto, os custos relativos a esse monitoramento serão antecipados pelo mercado de capitais e refletidos no preço pago pelas ações da companhia, logo, afetando a riqueza do proprietário-administrador.

Então os acionistas minoritários futuros perceberão divergências com relação aos interesses do proprietário-administrador e aos seus, e o preço que eles estarão dispostos a pagar pelas ações considerará os custos de monitoramento e o efeito dessa divergência de interesses. O proprietário-administrador, entretanto, manterá a disposição de arcar com estes custos enquanto o ganho incremental de bem-estar que ele obtiver devido à conversão de seus direitos na firma em poder de compra for compensador.

O proprietário-administrador se sentirá encorajado a apropriar maiores montantes dos recursos corporativos na forma de vantagens adicionais ao salário à medida que sua fração de capital cai, reduzindo sua fração de direitos nos resultados, o que também

aumentará a disposição dos acionistas minoritários a gastar maiores recursos em monitoramento de seu comportamento.

3.3 O MODELO PROPOSTO POR JENSEN & MECKLING.

Jensen e Meckling (1976: 314) demonstram esse processo de redução do valor da riqueza através da análise das fontes de custos de agência e de quem os suporta, o estudo começa com as seguintes suposições iniciais:

“Suposições permanentes:

(P.1) Todos os impostos são nulos

(P.2) Não há crédito comercial disponível

(P.3) O Capital dos acionistas externos são não votantes

(P.4) Não podem ser emitidas obrigações financeiras complexas (como títulos de dívidas conversíveis, ações preferenciais, bônus)

(P.5) Proprietários externos aumentam sua utilidade apenas através de aumentos da riqueza e de fluxo de caixa.

(P.6) Existe somente uma decisão de financiamento/produção a ser tomada pelo empreendedor

(P.7) Os salários do proprietário são mantidos constantes durante a análise

(P.8) Existe um único administrador com interesse de propriedade na firma

Suposições temporárias:

(T.1) O tamanho da firma é fixo

(T.2) Não são possíveis atividades de monitoramento ou de garantias

(T.3) O financiamento de dívidas através de obrigações, ações preferenciais ou empréstimos pessoais (segurado ou não) não é possível

(T.4) Todos os elementos do problema de decisão do proprietário-administrador envolvendo considerações do portfólio induzidas pela presença de incerteza e a existência de risco diversificável são ignorados”

A partir dessas suposições, os autores iniciam a definição de algumas variáveis que fazem parte de seu modelo:

“ $X = \{x_1, x_2, \dots, x_n\}$ = são o vetor das quantidades de todos os fatores e atividades dentro da firma dos quais o administrador deriva benefícios não pecuniários; os x_i são definidos tais que sua utilidade marginal é positiva para cada um.

$C(X)$ = é custo total em dólares do fornecimento de qualquer montante desses itens.

$P(X)$ = é o valor total em dólares para a firma de benefícios produtivos de X .

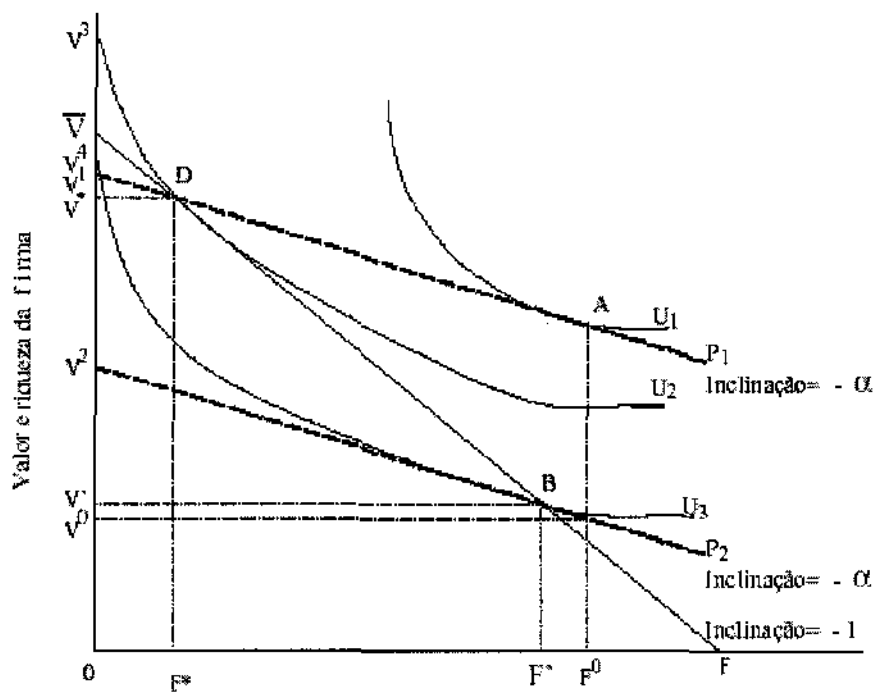
$B(X) = P(X) - C(X)$ = benefícios líquidos para a firma de X ignorando quaisquer efeitos de X no salário de equilíbrio do administrador.”

Ignorando os efeitos de X na utilidade do administrador e, portanto em sua taxa salarial de equilíbrio, os níveis ótimos dos fatores e atividades X são definidos por X^* , tal que:

$$\frac{\partial B(X^*)}{\partial X^*} = \frac{\partial P(X^*)}{\partial X^*} - \frac{\partial C(X^*)}{\partial X^*} = 0$$

Desse modo, para qualquer vetor X maior ou igual a X^* (ou seja, em que no mínimo um elemento de X seja maior que seu correspondente elemento de X^*) será possível perceber F como o equivalente entre a diferença $B(X^*) - B(X)$, mensurando o custo líquido para a firma do fornecimento do incremento $X - X^*$ dos fatores e atividades que geram utilidade para o administrador. A partir de então, os autores assumem que, para qualquer nível de custo para a firma, F , o vetor de fatores e atividades em que F é gasto será composto daqueles χ , os quais rendem utilidade máxima para o administrador. Logo $F = B(X^*) - B(\chi)$, sendo também determinado que todos os valores em C , P , B e F são definidos como os valores de mercado corrente da seqüência de distribuições de probabilidade nos fluxos de caixa período a período envolvidos, considerando assim, na análise a questão do tempo e das incertezas, através de uma distribuição de probabilidades.

Considerando a definição de F como o valor corrente de mercado dos fluxos de dispêndios do administrador em benefícios não pecuniários, Jensen e Meckling (1976:315) representam através da linha VF da Figura 1, a restrição a partir da qual um único proprietário-administrador decide quanto de renda não-pecuniária ele irá extrair da firma.



Valor de mercado dos dispêndios correntes do administrador em benefícios não-pecuniários

Fig. 1. O valor da firma (V) e o nível de benefícios não-pecuniários consumidos (F) quando a fração de participação patrimonial externa $(1-\alpha)V$, e $U_j(j=1,2,3)$ representa curvas de indiferença dos proprietários entre riquezas e benefícios não pecuniários. (Fonte: Traduzido de Jensen e Meckling, 1976:316)

Desse modo, os autores, definindo ao longo do eixo vertical o valor de mercado da firma e ao longo do horizontal, o valor do fluxo de dispêndios em benefícios não-pecuniários do administrador, F , colocam que:

“O V é o valor da firma quando o montante de renda não pecuniária consumida é zero. Por definição V^ é o valor de mercado máximo dos fluxos de caixa gerados pela firma para um dado ordenado monetário para o administrador quando o consumo do administrador de benefícios não monetário é zero. Nesse ponto todos os fatores e atividades dentro da firma os quais geram utilidade para o administrador estão no nível X^* definido acima. Existe uma restrição orçamentária VF diferente para cada escala possível da firma (isto é, nível de investimento, I) e para os níveis*

alternativos de ordenado monetário, W , para o administrador. Para o momento, nós definimos um nível arbitrário de investimento (o qual nós assumimos já tenha sido feito) e mantemos a escala da firma constante neste nível. Nós também assumimos que o ordenado do administrador é fixado no nível W^ o qual representa o valor corrente de mercado de seu contrato de trabalho no pacote de compensação ótima o qual consiste de ambos os ordenado, W^* , e benefícios não pecuniários, F^* . Já que um dólar de valor corrente de benefícios não pecuniários reduzidos da firma pelo gerente reduz o valor de mercado da firma por \$1, por definição, a inclinação da linha VF é -1 ."*

A figura 1 representa a preferência do proprietário-administrador por riqueza e benefícios não-pecuniários através do sistema de curvas de indiferença $U_1, U_2, \dots$, convexas, uma vez que a taxa marginal de substituição do proprietário-administrador entre benefícios não-pecuniários e riqueza diminui com o crescimento do nível de benefícios. Para um administrador, que é o único acionista da empresa, isto significa que externamente à sua empresa não existem substitutos perfeitos para os benefícios que ele está obtendo dentro da companhia, enquanto para um proprietário-administrador, que é apenas um dos acionistas, representando apenas parte do capital investido na organização, isto significa que as curvas representam que os benefícios não podem ser convertidos em poder de compra genérico a um preço constante.

Assim, se o proprietário-administrador é o dono único de toda firma, o valor dessa será V^* , onde a curva de indiferença U_2 é tangente a VF e o nível de benefícios não-pecuniários consumidos é F^* . Caso o proprietário venda a totalidade da participação patrimonial, mas permaneça como administrador, e se o comprador da participação patrimonial puder garantir, sem custos, que o antigo proprietário, atuando apenas como

administrador, manterá o mesmo comportamento em relação ao nível de benefícios não-pecuniários que ele tinha quando proprietário, então V^* é o preço que o novo proprietário irá desejar pagar pela totalidade da participação patrimonial.

No entanto, não se espera que seja possível manter o comportamento do administrador como o de quando ele era o proprietário único sem incorrer em algum custo. Isto porque, se o antigo proprietário vender uma parte da firma para um investidor externo, ele não será mais o único a sustentar o custo total dos benefícios não-pecuniários que usufrui, ou seja, supondo que o antigo proprietário único decida vender uma parcela de sua empresa representada por $1 - \alpha$, sendo $0 < \alpha < 1$, mantendo uma parte α , se o comprador supuser que o proprietário-administrador continuará consumindo o mesmo nível de benefícios não-pecuniários de quando ele era o único proprietário, o comprador irá desejar pagar $(1 - \alpha) V^*$ para uma fração de $(1 - \alpha)$ da participação patrimonial.

Nestas condições, como o investidor externo passa a possuir $(1 - \alpha)$ da participação patrimonial, o antigo proprietário, ao consumir \$1 de benefícios não-pecuniários na firma estará arcando com apenas $\alpha \cdot \$1$ do custo desses benefícios. Desse modo, se o comprador realmente pagar $(1 - \alpha)V^*$ por sua parte na empresa, se o administrador permanecer livre para decidir o nível de benefícios não-pecuniários que ele deseja, sua restrição orçamentária passaria a $V_1 P_1$ na figura 1 com uma inclinação igual a: $-\alpha$.

Considerando ainda o pagamento que o proprietário irá receber do comprador como parte da sua riqueza pós-venda, a restrição orçamentária, $V_1 P_1$, do antigo proprietário precisará passar através de D, desde que ele possa e deseje manter a mesma riqueza e nível de consumo não-pecuniário que possuía antes de vender parte da empresa. No entanto, se for permitido ao antigo proprietário livre escolha de suas vantagens adicionais ao salário,

ele poderá ampliar seus benefícios não-pecuniários, pois estará arcando com menor parte dos custos dessas vantagens. Assim, irá passar para o ponto $A(V_1P_1)$ (é tangente a U_1 , maior nível de utilidade), o que irá modificar o valor da firma de V^* para V^0 , devido ao montante de custos resultantes do aumento de dispêndios não-pecuniários. Logo, o consumo de benefícios não-pecuniários do proprietário-administrador passará de F^* para F^0 (Jensen e Meckling, 1976), demonstrando que o valor da firma acaba sendo reduzido em função da transferência de riqueza que resultará desse processo.

Dado que as expectativas racionais são uma característica dos mercados patrimoniais, seja por parte dos vendedores como dos compradores desses mercados, os investidores que desejam comprar parte da empresa do proprietário-administrador estarão conscientes de que esse último procurará aumentar seu consumo não-pecuniário quando diminuir sua participação patrimonial na companhia.

Assim, o comprador não pagará $(1 - \alpha)V^*$ por $(1 - \alpha)$ de participação patrimonial se a função resposta do proprietário for conhecida ou se o mercado patrimonial fizer estimativas do comportamento do administrador após a venda de parte da empresa.

Dessa forma, os autores definem o seguinte teorema:

“para uma reclamação (direitos) na firma de $(1 - \alpha)$ o acionista externo pagará somente $(1 - \alpha)$ vezes o valor que ele espera que a firma ganhe com a mudança induzida no comportamento do proprietário-administrador.” (Jensen e Meckling, 1976: 318).

Considerando w como composto por duas partes e representando a riqueza total do proprietário após a venda de $1 - \alpha$ de participação patrimonial a um investidor externo (que não participa da administração da empresa), a primeira parte será S_0 , pagamento feito

pelo investidor pela participação de $1 - \alpha$ no patrimônio; e a segunda será S_i , valor da parcela do antigo proprietário único da firma, que pode ser expresso como $\alpha V(F, \alpha)$, em que $V(F, \alpha)$ representa o valor da firma considerando que a parcela fracional de propriedade do administrador é α e também que ele consome vantagens adicionais ao salário com o valor de mercado corrente de F . Desse modo, a riqueza total desse último poderá ser apresentada como:

$$W = S_0 + S_i = S_0 + \alpha V(F, \alpha)$$

A troca que o administrador-proprietário realiza entre benefícios não-pecuniários e sua riqueza pós-venda é representada por V_2P_2 , com a inclinação de $-\alpha$. Assim, ao vender $1 - \alpha$ da firma, o proprietário maximizará seu bem-estar quando V_2P_2 for tangente a U_3 na Figura 1. Do mesmo modo, $(1 - \alpha)$ da firma terá preço satisfatório para comprador e vendedor se o valor da firma for V' , ou seja, com tangente ao longo de Ψ , logo, desde que V_2P_2 tenha inclinação negativa, o valor da firma será maior que V' . O menor nível de consumo de benefícios não-pecuniários permite um maior valor da firma como um todo, assim como da fração vendida ao investidor, pois $(1 - \alpha) V' > S_0$. Já para o antigo proprietário, ele terá vendido a parcela $1 - \alpha$ por um valor inferior ao que poderia ter obtido, em função do menor volume de benefícios não-pecuniários que ele passa a obter. Ao contrário, se a tangente ocorrer à direita de ΨF , logo, maior volume de benefícios não-pecuniários, o valor da firma será menor que V' , assim $(1 - \alpha)V(F, \alpha) < S_0 = (1 - \alpha)V'$, o que implica o investidor ter pago mais que o valor da parcela da firma comprada. Desse modo, S_0 será um preço mutuamente satisfatório se e somente se $(1 - \alpha)V' = S_0$, o que implica que

a riqueza do proprietário após venda será igual ao valor da firma V' , se $W = S_0 + \alpha V' = (1 - \alpha)V' = V'$.

Assim, determinar que V' e F' caiam em V_F é o mesmo que exigir que o valor da participação adquirida pelo investidor externo seja igual ao valor que ele paga por essa participação ao proprietário anterior. Desse modo, o declínio no valor total da firma para $(V^* - V'')$ é inteiramente imposto ao proprietário anterior (que era o único proprietário e é o administrador da firma), cuja riqueza total após vender $(1 - \alpha)$ da participação patrimonial é V' e o declínio em sua riqueza é $V^* - V'$. Desse modo, percebe-se a influência e a participação dos custos de agência nas alterações dos valores das companhias nos mercados de capitais, pois a distância $V^* - V'$ é a medida da “perda residual”, da redução no valor de mercado da firma devido à existência de uma relação de agência.

Uma outra figura representada por Jensen e Meckling (1976:320) se diferencia da Figura 1 por colocar no eixo vertical a riqueza total do proprietário-administrador. Essa figura (Figura 2) retrata a solução na escala ótima para a firma considerando os custos de agência associados à existência de participação patrimonial externa à do administrador da empresa. Nesse caso, supondo, primeiramente, um único investidor, o proprietário-administrador, sua riqueza pecuniária inicial será W ; o dispêndio requerido para o investimento será I ; e $V(I) - I$ será o incremento líquido na sua riqueza devido à exploração das oportunidades de investimento.

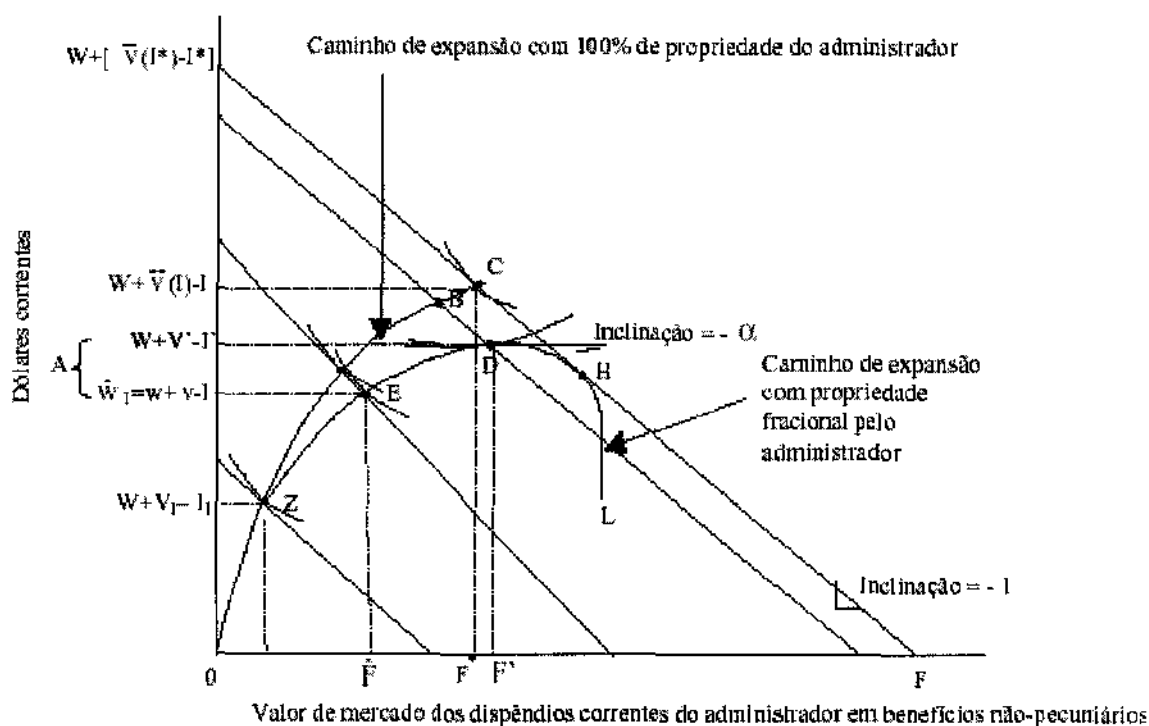


Fig. 2. Determinação da escala ótima da firma no caso em que não há monitoramento. Ponto C denota investimento ótimo, I^* , e benefícios não pecuniários, F^* , quando o investimento é 100% financiado pelo empreendedor. Ponto D denota investimento ótimo, I' , e benefícios não-pecuniários, F , quando financiamento externo de capital é utilizado para ajudar a financiar o investimento e o empreendedor possui a fração $-\alpha$ da firma. A distância A mede os custos de agência brutos. (Fonte: Traduzido de Jensen e Meckling, 1976:320) .

Nessas condições, o valor de mercado da firma será $V = V(I, F)$, sendo função do nível de investimento, I , e do valor corrente de mercado dos dispêndios do administrador nos recursos da firma em benefícios não-pecuniários, F . Sendo $V(I)$ o valor da firma se F for igual a zero, ou seja, o valor da firma como função apenas do investimento quando os dispêndios em benefícios não-pecuniários do administrador forem zero ($F=0$), Jensen e Meckling (1976:319-320) definem que:

“O esquema com intercepto legendado $W + [V(I^) - I^*]$ e inclinação igual a -1 na fig.2 representa o locus de combinações de riqueza pós-investimento a custo em dólar da firma de benefícios não pecuniários os quais estão disponíveis para o administrador quando o investimento é levado para o ponto maximizador de valor, I^* . Neste ponto $\Delta V(I) - \Delta I = 0$. Se riqueza do administrador fosse grande o suficiente para cobrir o investimento requerido para alcançar essa escala de operação, I^* , ele consumiria F^* em benefícios não-pecuniários e teria riqueza pecuniária com valor $W + V^* - I^*$. De qualquer modo, se financiamento externo é requerido para cobrir o investimento ele não alcançará este ponto se custos de monitoramento não forem zero.”*

Os autores definem na Figura 2 o caminho de expansão OZBC, que representa as combinações de riqueza e benefícios não-pecuniários possíveis ao administrador, caso ele não necessite de financiamento para todos os níveis de investimento até I^* . Isto é, se sua riqueza pessoal for suficiente para cobrir os níveis de investimento até I^* .

Já se o administrador utilizar financiamento externo e também for possível obter custo zero para os custos de agência, o caminho de expansão seria então representado por OZBC, que seriam o que os autores chamam de “soluções idealizadas” (sem custos de agência), porém consideradas por eles como improváveis.

Supondo que a sua riqueza pessoal seja igual a I_1 , o administrador poderá colocar-se no ponto Z da Figura 2. Para alcançar pontos mais elevados, ele necessitará de financiamento externo, incorrendo, então, em custos de agência e, nesse caso, o caminho a ser seguido será ZEDHL, que retrata os níveis de equilíbrio para a riqueza e os benefícios não-pecuniários do proprietário-administrador para cada nível de investimento superior a

I₁. O movimento ao longo de ZEDHL faz com que a reclamação fracional na firma continue a diminuir na proporção em que aumenta a participação do capital externo. O caminho da expansão representa o conjunto de combinações de riqueza e benefícios não-pecuniários, considerada a existência de custos de relacionamento de agência com mantenedores de capital externo. Nesse caso, o ponto D, que é tangente a uma curva de indiferença representa a solução que maximiza seu bem-estar.

Desse modo, o nível ótimo de investimento será o ponto I, que satisfaz à seguinte condição: $\Delta V - \Delta I + \alpha' \Delta F = 0$, sendo $\Delta V - \Delta I$, a mudança no valor de mercado líquido da firma e $\alpha' \Delta F$, o valor para o administrador de seus benefícios. De qualquer modo, se $V = \Psi - F$, é possível realizar dentro das condições ótimas as substituições que permitirão encontrar $(\Delta \Psi - \Delta I) - (1 - \alpha') \Delta F = 0$ como uma expressão alternativa para determinar o nível de investimento.

Assim, uma solução ideal ou aquela em que o custo de agência é zero, será aquela em que $(\Delta \Psi - \Delta I) = 0$, mas o F é positivo, os custos de agência devem existir, logo o real nível maximizador da riqueza de investimento será I', que será menor que I* porque $\Delta \Psi - \Delta I$ precisa ser positiva em I' se a expressão $(\Delta \Psi - \Delta I) - (1 - \alpha') \Delta F = 0$ for satisfeita. A curva de indiferença no ótimo tem inclinação $-\alpha'$ e representa o preço de demanda do administrador por benefícios não-pecuniários incrementais, ΔF , desse modo $\alpha' \Delta F$ representa o valor em dólar para o administrador dos benefícios da margem de incremento. Ele irá aumentar o tamanho da firma até o ponto em que o incremento bruto em valor da companhia $(\Delta \Psi - \Delta I)$ apenas compensar a “perda” incremental ocorrida devido ao declínio de sua fração de participação no patrimônio da empresa.

A teoria de agência trata dessa transferência de riqueza entre principal e agente, ocorrida quando o primeiro delega poderes e autoridade para o segundo tomar decisões,

momento em que surge a possibilidade de transferência de riqueza. O cerne da teoria consiste em o principal saber que irá perder parte de sua riqueza e em compensação, procurar conseguir do agente os melhores desempenhos; ou seja, o principal deixa de obter o máximo, para obter o possível dentro das condições colocadas, devido à participação de um administrador profissional. Deste modo, ele passa a procurar meios de entusiasmar o agente à tomada de decisões que impactam positivamente neste possível e, para isso, é fornecido um prêmio ao agente, o que representa um custo de agência.

3.4 MONITORAMENTO E CONTROLE

A próxima etapa da análise de Jensen e Meckling (1976) é apresentada a Figura 3, em cujos gráficos há a representação do monitoramento e de outras atividades com o objetivo de controlar o comportamento do proprietário-administrador na situação representada na Figura 1. Como eles comentam, esses métodos incluem auditoria, sistemas formais de controle, restrições orçamentárias e estabelecimento de sistema de incentivo por compensação com o objetivo de aproximar os interesses do administrador com aqueles dos mantenedores de participação acionária externa.

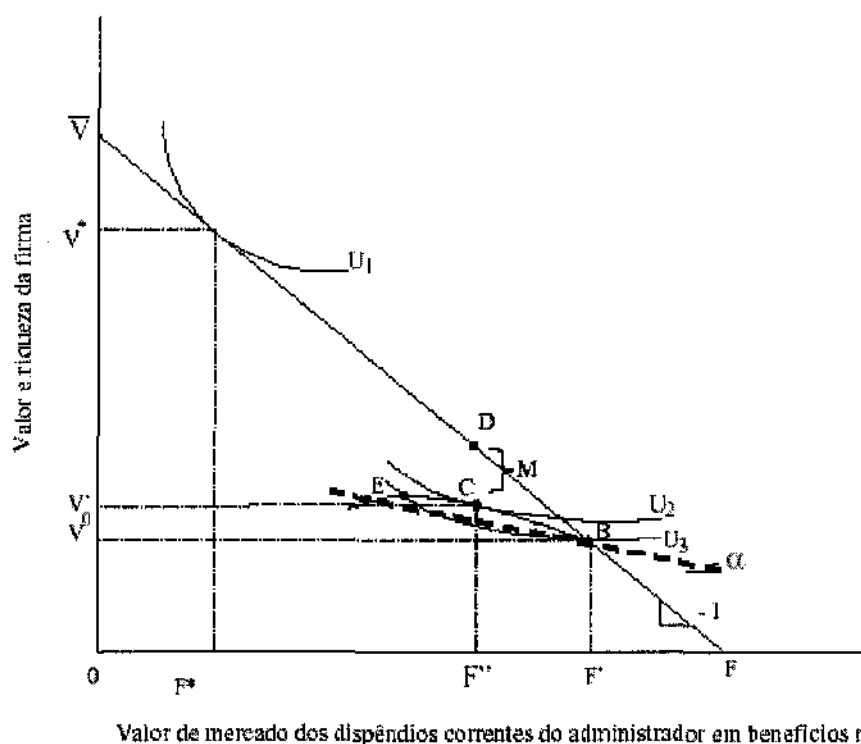


Fig.3. O valor da firma (V) e o nível de benefícios não-pecuniários (F) quando a fração de participação patrimonial externa é $(1 - \alpha)$, e U_1, U_2, U_3 representam curvas de indiferença entre riqueza e benefícios não-pecuniários, e atividades de monitoramento (ou segurança) impõem o conjunto de oportunidades BCE como a restrição de troca enfrentada pelo proprietário. (Fonte: Traduzido de Jensen e Meckling, 1976:324)

A explicação fornecida pelos autores relativa à nova figura apresentada coloca que sua única distinção para a Figura 1 é a curva BCE , que representa a restrição orçamentária, resultante da possibilidade de monitoramento das atividades do administrador. Desse modo, o valor da firma seria V' e os dispêndios em benefícios não-pecuniários F' se não houvesse monitoramento e a participação acionária externa fosse de $(1 - \alpha)$.

No entanto, os acionistas podem delimitar o consumo de vantagens adicionais ao salário dos administradores a montantes inferiores a F' , incorrendo em custos de monitoramento correspondentes a M na Figura 3. Assim, $F(M, \alpha)$ representará o máximo de

vantagens adicionais ao salário que os administradores poderão obter para diferentes níveis de monitoramento, M , considerando a parcela α de propriedade, de modo que à medida que o monitoramento aumenta, F diminui.

Quando o acionista externo esperar ter que incorrer em monitoramento futuro, o valor corrente desses gastos reduz o valor da firma. Desse modo, os acionistas externos irão considerar esse fato ao definir o preço máximo a ser pago por qualquer parcela de participação acionária. Assim, existindo atividades de monitoramento, o valor da firma será dado $V = \Psi - F(M, \alpha) - M$, e a linha BCE da Figura 3 representará o local em que se encontrarão os pontos para vários níveis de M e para um dado nível de α , sendo que o valor corrente de mercado dos dispêndios futuros em monitoramento, M , será a diferença vertical entre as curvas ΨF e BCE.

Portanto, como os investidores externos podem realizar esses dispêndios em monitoramento, eles criarão limites para o consumo de benefícios não-pecuniários (F) pelo proprietário-administrador. Voluntariamente, o proprietário-administrador firmará um contrato com os outros investidores que o conduzirá a restringir seu consumo de itens não-pecuniários para o nível de F^* , sendo que o administrador considerará esse nível desejável, uma vez que isso conduzirá a um acréscimo no valor da firma para V^* . Assim, o dispêndio ótimo em monitoramento, M , será o montante $D-C$. Desse modo, o aumento no valor da firma que ocorre periodicamente se refletirá na riqueza dos proprietários, embora não influencie do mesmo modo o bem-estar do administrador porque ele terá abandonado alguns benefícios não-pecuniários de que ele desfrutava antes do contrato.

Jensen e Meckling (1976) continuam seu estudo estendendo-o ainda a outros aspectos de sua análise da teoria de agência, ainda que sabendo sua importância, esses

aspectos não serão aprofundados, uma vez que não relacionam ao foco da análise em desenvolvimento nesse estudo.

4 PARTICIPAÇÃO NOS LUCROS OU RESULTADOS COMO RESPOSTA AOS PROBLEMAS DE AGENTE-PRINCIPAL.

O programa de participação nos lucros ou resultados (PLR) surgiu oficialmente na constituição de 1946, mas a edição da medida provisória que regula a participação nos lucros ou resultados das empresas como uma das formas de remuneração variável no Brasil ocorreu apenas no governo Fernando Henrique Cardoso.

Com a redução nos índices inflacionários as reivindicações dos trabalhadores mudaram, sendo a PLR um dos objetivos desse grupo, portanto é um assunto que está ganhando pauta não somente entre os empresários, como também entre os próprios trabalhadores. Porém, essa conquista dos trabalhadores não deve ser vista pela alta gerência como mais um encargo, mas sim como um instrumento de gestão empresarial.

A PLR pode ser um indutor do aumento da motivação e criatividade, visto que esse programa promove a motivação e a criação de um ambiente criativo. É necessário que a PLR seja um canal de comunicação entre trabalhadores e proprietários, sendo que estes devem sempre se preocupar com o *feedback* do programa.

4.1 PARTICIPAÇÃO NOS LUCROS (*PROFITSHARING*)

Nos planos de participação nos lucros, as importâncias pagas pelas empresas aos seus empregados são retiradas do lucro da empresa. Estes planos são baseados em uma

medida de retorno ou de lucro, e podem ter vários formatos: a empresa pode pagar uma porcentagem fixa de seus lucros contábeis depois de pago os impostos; pode dividir uma porcentagem do lucro que exceder uma medida de retorno; pode pagar uma porcentagem do lucro que exceder o lucro orçado.

Os planos de participação nos lucros podem ser de três tipos:

1. Corrente: os valores são pagos assim que os lucros são apurados;
2. Diferido: os valores são creditados nas contas dos funcionários e pagos na época da aposentadoria;
3. Misto: uma porcentagem do valor é paga e outra é diferida.

Os planos de participação nos lucros são uma forma de incentivo para os trabalhadores agirem de acordo com os melhores interesses da empresa, ao invés de buscarem a satisfação de seus próprios interesses.

Estes planos permitem que as empresas alinhem seus custos de mão-de-obra com sua habilidade de pagar salários. Assim em períodos de queda nos negócios, os custos fixos de mão-de-obra podem ser menores.

Segundo Rosa (2000), as principais vantagens do programa de participação nos lucros são: se houver prejuízo, não haverá pagamento da participação e desta maneira, a empresa não será onerada; o programa motiva a união de esforços; alivia as pressões sobre departamentos ou unidades, pois a meta é para toda a empresa; o programa aumenta a exigência, por parte dos empregados, de melhorias dos sistemas da empresa; o programa melhora a qualidade, e reduz custos.

Por outro lado, as principais desvantagens do programa de participação nos lucros são (Rosa, 2000): a análise dos demonstrativos financeiros, dos quais se extrai o lucro, é complexa, exigindo treinamento e conhecimentos específicos dos empregados; essa

dificuldade de compreensão pode levar à falta de credibilidade e transparência do programa; o programa exige que a empresa exponha dados que os empresários nem sempre estão dispostos a revelar, por considerá-los confidenciais; os empregados podem se sentir desmotivados, se acharem que os pagamentos foram insuficientes ou se acharem que o resultado apresentado pela empresa está incorreto; os demonstrativos são elaborados de acordo com o regime de competência. O resultado positivo no demonstrativo pode não ser real no regime de caixa, e, assim o desembolso de recursos para o pagamento da participação pode afetar a liquidez da empresa.

4.2 PARTICIPAÇÃO NOS RESULTADOS (*GAINSHARING*)

Os planos de participação nos resultados ligam uma parte da remuneração dos empregados conquista de melhorias de desempenho organizacional ou de equipes. Estes programas são baseados em aumentos sobre desempenho histórico envolvendo uma medida de desempenho e o cálculo de um bônus. Estas medidas de desempenho devem ser baseadas em fatores sob o controle dos empregados.

O comprometimento dos empregados e a fórmula utilizada para calcular os ganhos são fundamentais para o sucesso do plano. As metas (resultados) buscadas podem ser segundo Rosa (2000):

“*GERAL*

- *Lucratividade;*
- *Retorno sobre o capital investido;*
- *Margem de contribuição.*

COMERCIAL

- *Volume de vendas;*
- *Participação de mercado;*
- *Mix de produtos;*
- *Precisão de previsão e vendas;*
- *Nível de atendimento de pedidos;*
- *Satisfação de clientes.*

LOGÍSTICA

- *Nível de atendimento;*
- *Pontualidade da entrega;*
- *Custos de distribuição;*
- *Lead time de atendimento*
- *Giro do inventário;*
- *Precisão de informações de estoque.*

PRODUÇÃO

- *Produtividade;*
- *Rendimento de matérias-primas;*
- *Nível de refugo;*
- *Nível de reprocesso;*
- *Nível de inventário em processo;*
- *Nível de qualidade;*

DESENVOLVIMENTO

- *Introdução de novos produtos;*
- *Introdução de novos serviços;*
- *Inovações em processos.*

FINANÇAS

- *Índice de clientes inadimplentes;*
- *Índice de ganhos financeiros.*

COMPRAS

- *Custo de matérias-primas;*
- *Qualidade de matérias-primas.*

OUTROS

- *Índice de acidentes de trabalho*
- *Resultado de auditorias de segurança;*
- *Resultado de auditoria de qualidade;*
- *Redução de custos fixos;*
- *Redução de custos variáveis;*
- *Índice de poluição. “*

As principais vantagens do programa de participação nos resultados são (Rosa, 2000): o programa é estabelecido com base em metas e objetivos específicos, facilitando o alcance dos mesmos; devido ao fato de as metas estarem ao alcance dos empregados, existe uma credibilidade maior; os resultados são medidos sobre indicadores já conhecidos; por ser um programa mais simples, facilita a apuração e o entendimento dos resultados por parte dos empregados; o programa estimula o trabalho em equipe, e reduz a resistência à implantação do programa; aumenta a exigência dos empregados por sistemas de melhorias, e favorece o conhecimento do desempenho de unidades ou filiais; o programa enfatiza a melhoria da qualidade, incentivando a busca de inovações de produtos e processos, além de reduzir custos; requer menor exposição de dados por parte da empresa.

A principal desvantagem do programa de participação nos resultados é que se as metas são alcançadas, há pagamento de um salário variável ao funcionário, mesmo se a empresa apresentar prejuízo no exercício (Rosa, 2000).

4.3 PARTICIPAÇÃO NOS LUCROS OU RESULTADOS NO BRASIL

A participação nos lucros no Brasil surgiu na Constituição Federal de 1946. Embora os textos constitucionais de 1946 a 1969 tenham feito referência à participação dos trabalhadores nos lucros das empresas, não foram regulamentados por lei. A regulamentação foi estabelecida de modo mais efetivo através da Medida Provisória n.º 794 de 29/12/1994. Após a edição sucessiva de várias Medidas Provisórias, a Lei 10.101 de 19/12/2000 regulamentou e dispôs sobre a obrigatoriedade de programas de participação nos lucros ou resultados. As diretrizes básicas fixadas foram:

- 1) A participação nos lucros e resultados será objeto de negociação entre a empresa e uma comissão composta de empregados e um representante do sindicato;
- 2) O instrumento do acordo deverá ser arquivado na entidade sindical dos trabalhadores;
- 3) Poderão ser utilizados índices de produtividade, qualidade ou lucratividade;
- 4) As regras deverão ser claras e objetivas;
- 5) Os valores distribuídos ficarão isentos de encargos trabalhistas e previdenciários;
- 6) Não se aplicará ao programa o princípio de habitualidade;
- 7) As empresas poderão deduzir como despesa operacional as participações distribuídas;
- 8) A periodicidade do pagamento não poderá ser inferior a um semestre;

9) A participação recebida pelos empregados será tributada na fonte, e será responsabilidade da empresa sua retenção e recolhimento;

10) Para resolver os impasses surgidos nas negociações, as partes poderão utilizar a medição ou a arbitragem de ofertas finais.

A legislação brasileira não faz distinção entre participação nos lucros (*profitsharing*) e participação nos resultados (*gainsharing*). A definição depende dos objetivos pretendidos pela empresa ao adotar o programa. Se ele foi entendido como uma imposição legal, ou um instrumento capaz de reduzir pressões sindicais, a tendência será a implantação de um modelo baseado nos lucros.

Se o objetivo for aumentar a motivação dos trabalhadores, a escolha será por um plano de participação em resultados. Neste caso, a empresa escolhe um ou mais indicadores, que melhor se ajustem aos seus objetivos estratégicos.

5 CONCLUSÃO

Os interesses dos economistas se voltaram para a teoria da firma nos últimos anos. Esses esforços têm focado nas relações entre mercados e hierarquias, nas influências das especificidades de cada organização, nos sistemas de governança corporativa (WILLIAMSON) e nos problemas de agencia causados pelos conflitos de interesses entre os participantes da firma (JENSEN E MECKLING). Um fator que afeta o comportamento da firma, e é extremamente importante, é o sistema interno de incentivos, o qual inclui a gerencia dos recursos humanos em geral, além de políticas de compensações específicas. Portanto, é preciso entender que a política interna de incentivos é crítica para se desenvolver uma teoria viável da firma, pois esta determina em larga escala como os indivíduos agem conforme as definições de objetivos das organizações.

Vale lembrar que o entendimento que se tem hoje dos incentivos internos à firma estão longe de ser completos, sendo que ainda existe um vasto caminho para pesquisas em direção da economia dos incentivos e da economia dos contratos. Ainda existem diversas experiências empíricas pouco estudadas pelos economistas, incluindo: pagamento independente das performances, sistemas de incentivos baseados em promoções, sistema de pagamentos igualitários (que aparece devido à equidade horizontal dos funcionários), os efeitos assimétricos de pagamentos e punições, sistemas “dentro ou fora” dos benefícios, sistemas *survey-based* e *seniority-based*, divisão nos lucros, bônus de férias, salários de eficiência (Jensen, 1998).

A teoria da firma desenvolvida no primeiro capítulo foi incorporada ao presente estudo na tentativa de fornecer argumentos comprobatórios de que o problema da agência é

real e completamente pertinente, mesmo visto de diferentes ângulos do pensamento econômico. Este capítulo ainda tem outra razão de existir visto que fornece alternativas de visão da firma e de entendimento de como essa pode funcionar, sendo citado: a visão neoclássica, a visão da nova economia insitucional (NEI), a visão neoshumpteriana e evolucionista, e a visão comportamentalista e gerencial. Excluindo a visão neoclássica da firma, que observava a firma como uma caixa preta, sem se preocupar com os processos, nem com as hierarquias internas.

A contribuição de Simon para o estudo proposto é o de fornecer a teoria para o comportamento dos agentes dentro da firma, atacando a racionalidade ilimitada da teoria econômica neoclássica. Cabe ressaltar que seu foco de estudo não estava diretamente ligado aos problemas de agência, mas a construção teórica do “homem administrativo”, o qual busca a melhor escolha dentre as que têm a sua disposição, em substituição ao “homem econômico” da teoria neoclássica, que buscava maximizar o seu bem-estar com racionalidade completa e informação ilimitada, tendo consolidado um novo ponto de discussão nas ciências econômicas, mostrando que as ações dos agente raramente serão otimizadas.

Com uma visão de homem um pouco diferente em sua criação, Jensen e Meckling colocam o homem como REMM, um maximizador, porém não apenas de bens monetários, mas também de bens não-pecuniários. Com a revisão da literatura, o homem Administrativo de Simon e o REMM de Jensen e Meckling não são categorias teóricas conflitantes, sendo que o *modos operandis* de cada uma das teorias é um pouco diferente. Enquanto Simon procurava maneiras de mostrar que as ações do homem não eram racionais e ilimitadas, Jensen e Meckling propõe que o homem, dentro da firma, não

buscaria apenas ganhos salariais, estando este preocupado com conforto, qualidade de vida, etc.

Com esta visão da natureza de homem, Jensen e Meckling colocam um modelo matemático sobre a relação Agente-principal, onde as ações do principal não são facilmente observáveis pelos agentes. Esse processo gera a perda de valor esperado da firma por parte de acionistas externos, diminuindo o valor das ações destas empresas no mercado. O modelo ainda prevê o aparecimento de mecanismos de monitoramento, que incorrem em custos, os quais acabam por diminuir o valor da firma.

Ainda é possível pensar em outros meios das firmas incentivarem seus agentes a agirem de acordo com as utilidades dos principais. Existem diversas possibilidades para tal, dentre os quais, este estudo explicita o método de participação em lucros ou resultados. Esse instrumento parece ser um importante aditivo, pois pode diminuir as fricções dessas relações entre os agentes e os principais. Mas como ressaltado no capítulo anterior, este método de remuneração variável está sujeito a alguns problemas, como a decisão sobre a participação ocorrer sobre os lucros ou dividendos, tornar pública informações contábeis sigilosas, etc.

O método de *stock options* foi um dos responsáveis pelas fraudes contábeis recentes, visto que aumentaram o grau de alavancagem das firmas e os agentes passaram a ter incentivos a maquiar demonstrações financeiras com a intenção de valorização das ações em curto prazo (risco de fraude), podendo estes agentes se tornar milionários da noite para dia.

Portanto, a conclusão que se apresenta é que a participação em lucros e resultados é um instrumento muito poderoso para auxiliar na minimização dos efeitos perversos da relação agente-principal, porém ainda restam alguns testes empíricos sobre

como implementar tais instrumentos, e ainda é de se esperar que cada firma, cada mercado deva haver uma forma ótima de implementação desse programa.

6 REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

- AKERLOF, G. A. The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, 1970.
- ARROW, K. J. The Economics of Moral Hazard: Further Comment. **American Economic Review**. V. 58, 1968.
- CHANDLER JR., A. Organizational capabilities and the economic history of the industrial enterprise. **Journal of Economic Perspectives**, v. 6, 1992.
- COASE, R. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, 1937.
- EATON, B.C., EATON, D.E. **Microeconomia**. Saraiva, 1999.
- IBGC, Instituto Brasileira de Governança Corporativa. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br>
- JENSEN, M. C. E MECKLING, W.H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of financial economics**. V. 3, 1976.
- KUPFER, D. e HASENCLEVER, L. **Economia Industrial: fundamentos teóricos e práticas no Brasil**. Campus, 2002.
- LETHBRIDGE, E. Governança corporativa. **Revista do BNDES**, v. 4, n. 8, 1997.
- MILGRON, P. R. e ROBERTS, J. **Economics, organizations and management**. Prentice-Hall, 1992.
- NELSON, R.; WINTER, S. **An evolutionary theory of economic change**. Harvard University, 1982.

- PENROSE, E. **The theory of the growth of the firm**. Oxford University, 1995.
- RAPPAPORT, Alfred. **Gerando valor para o acionista: um guia para administração e investidores**. Atlas, 2001.
- ROSA, Fernanda Della. **Participação nos lucros ou resultados: a grande vantagem competitiva**. Atlas, 2000.
- SAPPINGTON, David E. M. Incentives in principal-agent relationships. *Journal of Economic Perspectives*, v. 5, n. 2, 1991.
- SIMON, H.A. **Administrative Behavior**. Macmillan, 1947.
- SIMON, H.A. Rational decision making in business organizations. *American Economic Review*, v.69, 1979.
- SIMON, H.A. Rationality Gone Awry? Decision making Inconsistent with Economic and Financial Theory. **Business Economics**. v.34, n.3, 1999.
- ZYLBERSZTAJN, D. Entre o Mercado e a hierarquia: análise de casos de quebra contratual no agribusiness. **Série estudos temáticos 003/96**. PENSA, Fea – USP, 1996.
- WILLIAMSON, O. E. Corporate Finance and Corporate governance. *Journal of Finance*, v.43, 1988.
- WILLIAMSON, O. E. **The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting**. The New York Free Press, 1985.
- WILLIAMSON, O.E. Corporate finance and corporate governance. In: WILLIAMSON, O. E. **The mechanisms of governance**. Oxford University Press, 1996.