

Teoria do Agente, Teoria da Firma e os Mecanismos de Governança Corporativa no Brasil

Raquel Lourenço do Carvalhal

Ricardo Bordeaux-Rêgo

UFF

Resumo

O objetivo deste trabalho é dar uma contribuição para a pesquisa em Governança Corporativa por meio de revisão de literatura sobre as Teorias do Agente e da Firma, importantes referenciais sobre o assunto. A partir da revisão de literatura, o trabalho foca na ligação entre as teorias estudadas e os tipos de contratos e as ferramentas para alinhamento de interesse entre as partes. Finalmente, é feita uma reflexão sobre os mecanismos de governança utilizados no Brasil para amenizar os conflitos entre firma e mercado e incentivar os agentes a adotarem uma conduta que torne o mercado mais eficiente.

Palavras-Chave: *Teoria do Agente, Teoria da Firma, Governança Corporativa.*

Abstract

The objective of this paper is to give a contribution to research in corporate governance by reviewing the literature on Agent and Firm Theories. From the literature review, the work focuses on the connection between the theories studied and the types of contracts and the tools to align the interests of the parties. Finally, it is a reflection on the governance mechanisms used in Brazil to ease conflicts between the firm and the market and encourage staff to adopt a conduct that will make the market more efficient.

Key Words: *Agent Theory, Theory of the Firm, Corporate Governance.*

1. Introdução

Os estudos em economia, durante muito tempo, segundo Brealey, Myers e Allen, (2008) partiram do princípio de que todos os intervenientes de uma empresa moderna agiam para o bem comum. Nos últimos 30 anos, entretanto, muito foi estudado sobre os possíveis conflitos de interesses e o modo como as empresas tentam ultrapassar esses conflitos. Essas idéias constituem, no seu conjunto, a chamada Teoria da Agência, ou do Agente.

De forma a minimizar estes conflitos, a teoria principal-agente vem sendo desenvolvida na tentativa de explorar a questão dos incentivos nas organizações e nos contratos. Este trabalho abordará as principais questões envolvidas na Teoria do Agente e suas ligações com a Teoria da Firma e os estudos em Governança Corporativa.

1.1- Relevância

O presente estudo se torna relevante ao ligar as principais teorias que visam explicar o comportamento dos agentes e firmas e o desenvolvimento da Governança Corporativa. Além disso pode ser utilizado em estudos que visem propor uma abordagem mais abrangente do problema do agente e seus conflitos de interesses com acionistas.

O trabalho está subdividido em 4 seções. A primeira apresenta a introdução. A seguir é estudada a Teoria do Agente. Na terceira estuda-se a Teoria da Firma e a Governança Corporativa no Brasil. A última apresenta as conclusões.

A seguir é apresentada a revisão de literatura sobre a Teoria do Agente.

2. Teoria do Agente

Jensen e Mackling (1976) inspirados, entre outros, em Coase (1937, 1959 e 1960), Alchian e Kessel (1962), Monson e Downs (1965), Demsetz (1967), Alchian e Demsetz (1972), Silver and Auster (1969), e McManus (1975), definem a relação Principal-Agente como um contrato em que uma das partes (o principal) engaja a outra parte (o agente) a desempenhar algum serviço em seu nome, e que envolve uma delegação de autoridade para o agente.

Complementando, Posner (2000) ressalta que *é um relacionamento, no qual um indivíduo, o principal, é beneficiado quando outro indivíduo, o agente, desempenha uma tarefa para o primeiro com empenho.*

Uma relação desse tipo pode ser vista em diversas situações, como por exemplo, na relação entre administradores (agente) e acionistas (principal) de uma empresa, ou numa relação entre corretores (agente) e investidores (principal), ou entre advogados (agente) e seus clientes (principal). São inúmeros os tipos de relação Principal-Agente identificados no dia a dia.

Em uma relação de agência, geralmente verifica-se a existência de um claro conflito de interesses entre o principal e o agente. Jensen e Meckling (1976) salientam *que quando dois indivíduos são maximizadores de utilidade, então existe uma boa razão para*

acreditar que os agentes não agirão na defesa do melhor interesse do principal. Esse conflito se torna significativo quando:

- (i) o comportamento dos agentes por parte do principal não é observável, o que é caracterizado como “risco moral”, e
- (ii) existe uma assimetria de informações na relação, de tal forma, que o agente detém melhores informações do que o principal, o que caracteriza a “seleção adversa”.

Antevendo a ocorrência desse tipo de problema, as partes recorrem à elaboração de contratos que visam minimizar esses obstáculos na relação Principal-Agente. Esses contratos prevêem alguns mecanismos que gerarão custos aos envolvidos, denominados custos de agência. Segundo Jensen e Meckling (1976), os custos de agência compreendem os custos de contratos entre o principal e o agente, seu monitoramento, os custos incorridos pelos agentes na sinalização ao principal de sua honestidade e perdas decorrentes dos conflitos entre agentes e principal no que tange às decisões tomadas que não maximizem valor.

Os custos de monitoramento podem ser extremamente altos para o Principal. Por exemplo, uma firma pode monitorar o horário de entrada e a saída de seus administradores na empresa com base no cartão de ponto, mas para monitorar o desempenho destes teria que investir em um sistema de indicadores que medisse a produtividade e avaliasse o desempenho de cada um deles. Muitas empresas utilizam a avaliação de desempenho como forma de monitorar a ação dos seus funcionários, mas essa ainda é uma prática passível de erros ou visão tendenciosa por parte de quem avalia.

Assim, uma outra forma de minimizar os problemas de agência seria por meio de mecanismos de incentivos econômicos que alinhem os interesses dos agentes com os do principal.

Neste sentido, Milgrom e Roberts (1992) expõem duas classificações de contratos distintas:

- Contrato *First-Best* que se dá quando o principal remunera o agente com uma quantia exatamente igual ao mínimo que este espera receber em troca de um trabalho executado de forma eficiente; e

- Contrato *Second-Best* acontece quando não é possível estabelecer contratos do tipo *first-best*. Ou seja, quando as condições *first-best* não são alcançadas, recorre-se a duas alternativas de contrato:

- (1) baseado no custo da tarefa e no pagamento de custos extras, o que pode gerar um estímulo para o aumento dos mesmos e;

- (2) baseado no desempenho do agente gerando riscos maiores para este, e por isso, concedendo-lhe um prêmio de risco que pode ser pago por meio de uma remuneração variável atrelada ao seu desempenho.

O contrato *second-best* se dá pela composição das duas alternativas anteriores de forma que seja capaz de balancear as duas condições da melhor maneira para o principal.

Ainda em relação aos mecanismos contratuais de incentivo, Posner (2000) descreve três tipos de contratos que podem ser firmados pelas partes e as consequências de cada um para a relação:

- *Flat-Rate Contract*: é um contrato com pagamento fixo. Nesse tipo de contrato não há incentivo para o agente fazer um maior esforço em sua tarefa.

- *High Power Incentive Contract*: o contrato prevê um pagamento se o agente chegar ao resultado esperado pelo principal e nenhum pagamento, caso não alcance. Nesse tipo de contrato é necessário avaliar qual a probabilidade de se atingir o resultado esperado e dependendo do grau de aversão ao risco do agente, o principal terá que oferecer uma remuneração maior para este aceitar o contrato.

- *Mixed Contract* – o principal paga um valor maior ao agente, caso este alcance o objetivo esperado e um valor menor caso não alcance. Neste contrato, principal e agente compartilham o risco do negócio.

Portanto, de acordo com as classificações expostas, os contratos mais eficientes na mitigação dos problemas de risco moral e seleção adversa – dado que os agentes são racionais e buscam maximizar suas utilidades - são os que prevêm o compartilhamento do risco entre os envolvidos, ou seja, são aqueles que tanto o principal quanto o agente ganham quando o resultado esperado é alcançado e perdem quando não é alcançado.

A seguir apresenta-se a revisão de literatura sobre Teoria da Firma e Governança Corporativa no Brasil.

3. Teoria da Firma e Governança Corporativa no Brasil

3.1. Teoria da Firma

Coase (1937) introduz o conceito de firma a partir da teoria dos custos de transação e teoria do contrato. Ele explica que a razão mais importante sobre o porquê é lucrativo estabelecer uma firma parece ser devido aos custos envolvidos no uso do sistema de preços. Além disso, pondera que um contrato existe se um indivíduo concorda em conceder algum fator de produção, sob certos limites contratuais, em troca de uma remuneração. Nesse contexto, é mais favorável para o empregador uma relação de longo prazo, onde risco da transação é minimizado e alguns custos são evitados. Assim, uma firma emerge quando contratos de curto prazo não são satisfatórios devido aos altos custos de transação em relação aos custos dos contratos de longo prazo. Silveira (2004) pondera que o trabalho de Coase (1937), apesar de estimular o estudo sobre os custos de transação, somente teve prosseguimento acadêmico a partir dos trabalhos de Williamson (1964, 1971, 1975 e 1985), Alchian (1969) e Alchian e Demsetz (1972), entre outros. Este último, segundo Silveira (2004), teve caráter seminal na compreensão dos problemas de governança, ao tratar do oportunismo dos agentes como algo passível de ser minimizado por meio de um sistema de incentivos.

Segundo Williamson e Winter (1993), mercados e firmas são meios alternativos para realizar um conjunto de transações e a escolha entre recorrer a um ou outro depende da eficiência de cada um. Eles também ressaltam que os custos de escrever e executar contratos complexos no mercado variam com as características dos decisores envolvidos e com as propriedades objetivas do mercado, e ainda, os problemas humanos que encarecem as transações no mercado, também operam dentro das firmas, mas de um modo diferente.

Assim, a operação de uma firma envolve um conjunto de relações entre os acionistas, empregados e o mercado, em que cada um busca defender seus interesses da melhor forma. Portanto, os conflitos de interesses são iminentes tanto internamente quanto externamente à firma, e geram custos de agência e custos nas transações. Nesse caso, é válido recorrer a estruturas de governança que suportem as relações negociais e mitiguem impasses contratuais. Dessa forma, como coloca Correia e Amaral (2006), *o problema*

central para a teoria dos custos de transação é escolher o mecanismo de governança mais adequado, ou seja, determinar quais atividades deveriam ser internalizadas para minimizar os custos de transação. E por outro lado, como já mencionado anteriormente, o problema de agência é elaborar um contrato que ajuste os incentivos e os esforços de cada parte, de modo, a garantir um melhor retorno para os acionistas.

Segundo Silveira, (2006), os debates sobre a governança corporativa aumentaram a partir dos problemas enfrentados em 2002 por empresas americanas tais como Enron e Worldcom. A primeira, segundo o autor ainda acarretou na falência da Arthur Andersen, uma das maiores firmas de auditoria no mundo. Isso em mercado de capitais sofisticado e antigo inserido na maior economia do mundo. Dessa forma, os problemas de agência se mostram como fatores motivadores da governança corporativa.

No Brasil, os problemas de governança corporativa são ainda mais evidentes, como apresentado a seguir.

3.2. Governança Corporativa no Brasil

No Brasil, nos anos 70, segundo Borges e Serrão (2005), surgiram os primeiros Conselhos de Administração, divisão de poderes entre acionistas e gestores. Além disso, em 1976, a reforma da Lei das Sociedades Anônimas (6404/76) regulamentou a divisão de poderes entre diretoria e o conselho de administração. Em conjunto com a Lei 6.385/76, que disciplinou o mercado de capitais e criou a Comissão de Valores Mobiliários, as duas modernizaram o mercado de capitais criando as bases para um maior controle dos gestores por parte dos acionistas minoritários.

A Lei das Sociedades Anônimas (6.404/76) sofreu várias alterações na reforma promovida pelas Leis 10.303/2001 e 10.411 de 26 de fevereiro de 2002. Entre outros avanços, ressalta-se que os acionistas minoritários com direito a voto passaram a ter maiores poderes, em especial, o de *tag along*, direito a receber 80 por cento do valor pago aos controladores em operação de venda. Segundo Wald (2002), foi oportuna a proteção ao investidor, concedida na referida Lei, em especial nos conflitos entre controladores e minoritários, facultando a solução por meio de arbitragem, evitando-se, dessa forma, a morosidade da justiça comum. Esse constituiu um importante avanço rumo a melhores práticas de Governança Corporativa.

Outro aspecto importante no estudo da Governança Corporativa no Brasil é a concentração de propriedade das empresas de capital aberto, cuja evidência foi apresentada por Valadares e Leal (2000), Leal, Da Silva e Valadares (2000) e Da Silva (2002). Resumidamente, os sucessivos trabalhos revistos, apontam que os acionistas majoritários representados pelos cinco maiores, concentravam mais da metade do capital votante e expressiva fatia do capital total, Com tamanha concentração, as práticas de Governança Corporativas podem ter se tornado necessárias como um diferencial para empresas interessadas em liquidez para suas emissões de ações. De fato, Bordeaux-Rego e Ness (2007) estudando uma amostra de 629 emissões de ações no Brasil entre 1995 e 2002, evidenciaram que as empresas de maior concentração de propriedade tendiam a realizar emissões privadas, direcionadas aos atuais acionistas ou a listas de subscrição, em detrimento às públicas, destinadas ao mercado. Isso seria um indício de falta de interesse do mercado em emissões realizadas por empresas de alta concentração de propriedade.

Segundo Saito e Silveira (2008) a estrutura de propriedade concentrada em grandes acionistas apresenta um aspecto positivo, uma espécie de incentivo, pois eles concentrariam o poder e o interesse no monitoramento das ações dos gestores. Desse

modo, poderiam pressioná-los a visar a maximização da riqueza dos acionistas. Por outro lado, segundo os autores, a concentração de propriedade também teria um aspecto negativo, que ocorreria quando procurassem se beneficiar privadamente do controle à custa dos demais investidores. Percebe-se que o tema está a demandar novos estudos, no sentido de uma formulação mais ampla de uma teoria que venha a explicar o fenômeno.

O próprio conceito de Governança Corporativa no Brasil, é objeto diversas definições. Para Correia e Amaral (2006), os estudiosos do assunto a consideram como um conjunto de mecanismos desenvolvidos para que a empresa seja gerenciada, dirigida e controlada alinhada com os interesses dos *stakeholders*, especialmente os financeiros.

A Cartilha de Governança da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por sua vez, define Governança Corporativa como um conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital.

Já o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) define Governança Corporativa como o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. E, ressaltam que as boas práticas de governança convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade.

Na última década, têm ocorrido mudanças institucionais que estão afetando as relações organizacionais e de mercado no Brasil. Isso pode se dever à crescente participação de investidores estrangeiros no capital de empresas brasileiras, demandando maior proteção a minoritários. Segundo Siffert (1996), uma nova forma de controle societário das corporações - controle compartilhado - tem despontado como modelo em parcela significativa das grandes empresas, tendo como acionistas principalmente investidores. Com isso, novos agentes ganham relevo enquanto articuladores estratégicos do controle de grandes empresas nacionais: investidores institucionais, em especial os fundos de pensão, e investidores externos. Arranjos societários são estabelecidos envolvendo a participação desses atores e, nesse contexto, novas formas de governança corporativa tornam-se presentes na economia brasileira.

Nesse sentido, o IBGC reitera que com uma série de mudanças no ambiente organizacional brasileiro, como o renascimento do mercado de capitais, um grande número de novas empresas listando seu capital na Bolsa, o aparecimento de empresas com capital disperso e difuso, fusões e aquisições de grandes companhias, reveses empresariais de veteranas e novatas e a crise econômica mundial, vieram à tona algumas fragilidades das organizações e de seus sistemas de governança.

Assim, com um ambiente mais complexo, as relações se tornaram mais complexas e os conflitos de interesses mais intensos e mais difíceis de serem administrados. Por isso, se faz necessário reforçar a idéia de implementar, de fato, as boas práticas de Governança Corporativa em qualquer tipo de organização. De acordo com Vieira e Mendes (2004), governança corporativa está associada à minimização da assimetria de informação existente entre a empresa e os diversos agentes envolvidos, a saber, acionistas credores, fornecedores e empregados. Há, segundo os autores, uma relação inversa entre aumento transparência induzida pela governança e o custo de capital. Isso devido ao fato de que os credores terão maior confiança nos dados da empresa e os acionistas estarão dispostos a investir, se acreditarem que o grupo controlador ou gestor manipulará as informações em proveito próprio.

Neste sentido, o IBGC desenvolveu um código Governança Corporativa, no qual se destacam os seguintes princípios:

- **Transparência**, ou seja, disponibilizar a todas as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse;
- **Equidade**, ou seja, o tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*);
- **Prestação de Contas** (*accountability*), isto é, os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação, assumindo integralmente os seus atos e omissões; e
- **Responsabilidade Corporativa**, ou seja, os agentes de governança devem zelar pela sustentabilidade das organizações, visando à sua longevidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações.

No entanto, as boas práticas de governança ainda não são adotadas de forma plena pelas organizações. Observa-se, por exemplo, que ainda existe uma assimetria de informações entre os gestores e os investidores. Com isso, os investidores avaliam a empresa com base em informações disponíveis, mas que não são divulgadas de forma completa pela empresa. Isso pode distorcer o valor de mercado da empresa e prejudicar os acionistas.

Um exemplo relacionado a esse tipo de assimetria de informação é a questão dos recursos intangíveis investidos na empresa - por exemplo, treinamento, know-how, sistemas de gestão, carteira de clientes, etc. - que, em muitos casos, não aparecem nos Relatórios Financeiros. Os recursos intangíveis são de fundamental importância e contribuem grandemente para criação de valor da empresa, e quando não documentados e não divulgados pode levar a uma avaliação equivocada do valor da empresa, podendo reduzir o seu valor de mercado.

As razões para a empresa omitir este tipo de informação podem ser inúmeras, mas de fato constata-se, que independentemente da razão, existe um conflito de interesses entre administradores, acionistas e investidores que levam a este tipo de atitude. Isso motivou o surgimento de uma outra ferramenta para minimizar essa conduta e incentivar as empresas a divulgarem as informações com transparência: o Nível de Governança Corporativa criado pela Bovespa.

De acordo com Almeida, Scalzer e Costa (2006) a Bovespa implantou níveis diferenciados de governança corporativa que foram desenvolvidos para proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse simultaneamente o interesse dos investidores e a valorização das companhias. E, as companhias listadas nesses segmentos se comprometem a realizar melhorias nas práticas de governança corporativa, ampliando os direitos dos acionistas minoritários e aumentando a transparência das informações divulgadas ao mercado.

Os níveis de Governança Corporativa são divididos em três classes:

- **Nível 1** – as companhias classificadas neste nível devem apresentar melhorias na prestação de informações ao mercado e promoverem dispersão do controle acionário, além de cumprirem com as obrigações legais relativas à divulgação de informações.
- **Nível 2** – as companhias classificadas neste nível comprometem-se a cumprir as exigências do Nível 1 e, adicionalmente, devem adotar um conjunto de regras mais amplo de práticas de governança, priorizando e ampliando os direitos dos acionistas minoritários.

• **Novo Mercado** – as companhias listadas neste nível devem se comprometer a utilizar um conjunto de regras societárias mais exigentes do que as da legislação brasileira, ou seja, eles devem atender a todos os princípios de governança corporativa. Além disso, elas devem possuir apenas ações ordinárias, isto é, ações com direito a voto e devem atender a uma série de obrigações referentes à informação e divulgação e outras questões estruturais que minimizem os conflitos entre as partes interessadas.

O trabalho de Vieira e Mendes (2004) pode ratificar a afirmação de que empresas que aderem aos princípios de Governança Corporativa elevam o valor de suas ações. Os autores avaliaram os impactos das práticas de governança nos índices IBrX-100, IBrX-50 e Ibovespa, utilizando carteiras estáticas dos índices no período de setembro a dezembro de 2004, extrapolando-as para o período de junho de 2001 à setembro de 2004. A metodologia de avaliação utilizada foi a variação acumulada dos índices, composta pela rentabilidade de cada ação no período ponderada por sua participação na carteira.

Como resultados do trabalho, observam-se, primeiramente uma rentabilidade superior do grupo de empresas associadas às boas práticas de governança, conforme tabela 1. E ainda, nota-se na tabela 2 que, em todos os índices, a rentabilidade das ações de empresas classificadas em algum nível de governança da Bovespa é muito superior à daquelas que se encontram fora desse grupo e que, conseqüentemente, a rentabilidade total de cada índice é influenciada positivamente pelas ações de empresas com práticas de boa governança. Os resultados da tabela 2 mostram uma clara tendência de que as empresas com práticas de boa governança tendem a superar a rentabilidade daquelas que optaram por não se adequar a tais critérios.

Expandindo um pouco mais a análise, foi calculada a relação existente entre o valor da ação e o lucro líquido por ação, conforme observado na tabela 3. Nota-se que as empresas presentes no IGC apresentaram uma superioridade representativa em relação aos outros índices quando se trata de avaliar o preço da ação em relação ao lucro líquido.

	Ibovespa	IBrX-100	IBrX-50	ICG
Varição do Índice	50,00	87,46	78,22	97,00

Tabela 1: Variação Acumulada dos Índices entre 25/06/01 e 13/09/04 – (em %)
Fonte: Economática (cotação de fechamento)

	Ibovespa	IBrX-100	IBrX-50	ICG
Varição do índice assumindo carteira de ações fixa no período	123,49	185,39	164,84	207,91
Participação das ações com práticas de governança no índice	24,84	45,04	45,98	100
Varição das ações com práticas de governança no índice	292,07	221,31	225,6	207,91
Varição das ações sem práticas de governança no índice	67,78	155,95	113,12	0

Tabela 2: Variação Acumulada dos Índices entre 25/06/01 e 13/09/04 (em %)
Fonte: Economática (cotação de fechamento)

	Ibovespa	IBrX-100	IBrX-50	ICG
Preço/Lucro = Cotação/(Lucro Líquido/Quantidade Total de Ações Calculada)	15,66	16,81	15,4	22,68

Tabela 3: Relação entre o Valor da Ação e o Lucro Líquido por Ação
Fonte: Economática (cotação de fechamento de 13/09/04)

Pode-se notar um empenho por parte dos organismos reguladores de mercado e das autoridades governamentais para encontrar soluções e mecanismos que ajudem a minimizar os problemas de agência provenientes dos conflitos de interesses entre os mais diversos agentes do mercado e também observam-se ganhos efetivos – traduzidos em aumentos na rentabilidade das ações - para as empresas que implementam estes mecanismos. No entanto, ainda há muita oportunidade de melhoria nesta área, visto que a busca pela utilização destes mecanismos de forma concreta é recente, e muitas organizações ainda não se conscientizaram que para serem reconhecidas e valorizadas, a sua conduta deve estar adequada com as demandas dos *stakeholders*. Demanda esta que se traduz na utilização das boas práticas de governança corporativa. Além disso, o arcabouço teórico também demanda novos estudos, de forma a formar um quadro conceitual mais amplo que ajude a elucidar a questão.

4. Conclusão

Este trabalho procurou apresentar as Teorias do Agente e da Firma e focar principalmente na relação entre a firma e o mercado. Procurou-se ligar essas teorias e o conceito de Governança Corporativa. Como as partes envolvidas em uma relação contratual visam sempre maximizar seus interesses, os resultados alcançados não serão ótimos – ou seja, uma das partes terá um benefício maior que a outra. E, normalmente quem sai prejudicado nesta relação é quem detém menos informação. Esse fenômeno surge como fator motivador para o estudo da Governança Corporativa e a formulação de práticas que minimizem o custo do agente.

Para evitar que isto aconteça, são desenvolvidos diversos mecanismos pelos organismos de mercado, autoridades governamentais e até mesmo pelos proprietários das empresas. No Brasil, a CVM e o IBGC criaram regras que devem ser atendidas pelas organizações para minimizarem a assimetria de informação e os conflitos de interesses entre os agentes de mercado. Por outro lado, a Bovespa também criou uma medida para incentivar as empresas a adotarem as boas práticas de governança recomendadas pela CVM e pelo IBGC.

No entanto, apesar de uma série de mecanismos disponíveis para as empresas amenizarem os problemas de agência, a sua utilização ainda é incipiente aqui no Brasil e isso pode ser observado quando se trata da divulgação dos recursos intangíveis investidos pelas empresas em seus negócios. A falta de publicação ou a divulgação não padronizada destes recursos leva aos avaliadores e investidores atribuírem, por muitas vezes, valores equivocados às empresas, o que pode acabar prejudicando os acionistas.

Portanto, conclui-se que o problema de agência é contínuo e decorrente da própria natureza humana e que por isso, os mecanismos mitigadores destes problemas ainda têm muito espaço para evoluir e se tornarem mais eficazes na sua função.

Sugere-se para futuros trabalhos a comparação de desempenho do Índice de Governança Corporativa com outros índices da bolsa de São Paulo em períodos mais recentes de forma a se obter maior base de dados para se possa avaliar o impacto das boas práticas no desempenho das ações. Além disso, pode-se trabalhar no sentido de buscar uma relação de causalidade entre eventos adversos ligados à falta de Governança Corporativa no Brasil e a evolução das suas práticas, quer por meio de regulamentação institucional, que por auto regulação.

5. Bibliografia

ALCHIAN, A. The basis of some recent advances in the theory of management of the firm. *Journal of Industrial Economics*, v. 14, n. 1, p. 30-44, 1965.

_____, Corporate management behavior and property rights. In: MANNE, H. (Ed). *Economic Policies and the Regulation of Securities*. Washington, DC: American Enterprise Institute, 1968.

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

_____, and R.A. Kessel. "Competition, Monopoly, and the Pursuit of Pecuniary Gain". *Aspects of Labor Economics*. Princeton, NJ, National Bureau of Economic Research, 1962.

ALMEIDA, J.C., SCALZER, R.S., COSTA, F.M. **Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa e Grau de Conservadorismo: Estudo Empírico em Companhias Abertas Listadas na Bovespa**. Fundação Instituto Capixaba em Contabilidade, Economia e Finanças, 2006.

BORDEAUX-REGO, R. e NESS JR., W. L.. A preferência por subscrições privadas de ações no Brasil. *RAE electron*. [online], vol.6, n.2. 2007

BORGES, L. F. X.; SERRÃO, C. F. B. Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 12, n.24, P.111-148, Dez. 2005.

BREALEY, R.A., MYERS, S.C. e ALLEN, F. **Princípios de Finanças Corporativas**. Ed. 8, São Paulo: McGrawHill, 2008.

CAMARGOS, M. A. e COUTINHO, E. S. **A Teoria da Firma e a Fundamentação Teórica para Fusões e Aquisições: uma Análise de suas Interfaces**. RAC-Eletrônica, Curitiba, v. 2, n. 2, art. 7, p. 273-295, Maio/Ago. 2008

COASE, R.H. **The Nature of Firm**. Oxford University Press. New York, 1937.

_____, "The Federal Communications Commission." *Journal of Law and Economics II* (October): 1-40, 1959.

_____. "The Problem of Social Cost." *Journal of Law and Economics III* (October): 1-44, 1960.

CORREIA, L.F., AMARAL, H.F. **Reflexão sobre as Funções de Governança Corporativa**. *Revista de Gestão USP*, São Paulo, v. 13, n. 1, p. 43-55, janeiro/março 2006.

_____; _____. Arcabouço teórico para os estudos de governança corporativa: os pressupostos subjacentes à teoria da agência. **REGE-USP**, São Paulo, v. 15, n. 3, set. 2008.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. 2002.

DA SILVA, A. L. C., *A influência da estrutura de controle e propriedade no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras*. 162 f. Tese de Doutorado, COPPEAD, UFRJ, nov. 2002.

FAMA, E.F., JENSEN, M.C. **Agency Problems and Residual Claims**. *Journal of Law and Economics*. Vol. 3. 1983.

RELATÓRIOS DE PESQUISA EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO V. 10 N. 13
IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4ª ed. 2009.

JENSEN, M.C. e MECKLING, W.H. **Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure**. Journal of Financial Economics, 3, 11-25, 1976.

LEAL, DA SILVA A. C., e VALADARES, S. M. Ownership, Control and Corporate Valuation of Brazilian Companies. Proceedings of the Latin American Corporate Governance Roundtable, São Paulo, abril, 2000.

Mc MANUS, J.C. “The Costs of Alternative Economic Organizations.” Canadian Journal of Economics VII (August): 334-350, 1975.

MILGROM, P.; Roberts, J. Economics, **Organization & Management**. New Jersey: Prentice-Hall Inc. 1992.

POSNER, E. A. **Agency Models in Law and Economics**. John M. Olin Law & Economics Working Paper. Nº. 92, série 2. 2000.

SIFFERT, N.F. **Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos Anos 90**. Instituto de Economia – USP. 1996.

SILVEIRA, A. Di M. Governança corporativa e estrutura de propriedade. 1ª ed. São Paulo: Saint Paul Institute of Finance, 2006. 250 p.

SILVER, M. and R. AUSTER. “Entrepreneurship, Profit, and Limits on Firm Size.” Journal of Business 42 (July): 277-281, 1969

VALADARES, S.M. e LEAL, R.P.C. Ownership and Control Structure of Brazilian Companies. Revista Abante, v.3, n.1, 2000.

WALD, A., A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: os Direitos dos Minoritários na Nova Lei das SA. In:___Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001, p 219-248; Rio de Janeiro - Forense, 2002.

VIEIRA, S.P.; MENDES, A.G.S. **Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v.11, n.22, p.103-122, Dez. 2004.

WILLIAMSON, O. E. Managerial Discretion and Business Behavior. **American Economic Review**, v.53. p1032-1055, 1964.

_____. The vertical integration of production: market failure considerations. **American Economic Review, Papers and Proceedings**.v.63, p.316-325, 1971.

_____, **Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications**. 1. Ed. The Free Press, 1975, 286 p.

_____. **The economic institutions of capitalism**. New York: Macmillan, 1985.

_____, and WINTER, S. (eds), **The Nature of the Firm, Origin, Evolution and Development**. Oxford University Press, New York, 1993.