



Beatriz Ruy
Eduardo Vieira
Bruno Sousa
Luara Almeida
Thiago Rovina
Marry Santos



Teoria da Firma: Comportamento dos Administradores, Custos de Agência e Estrutura de Propriedade

Jensen e Meckling

MICHAEL C. JENSEN



- Nasceu em 30 de novembro de 1939, em Rochester, Minnesota, Estados Unidos.
- Economista americano, trabalha na área de economia financeira.
- O prêmio Jensen em pesquisa de finanças corporativas e organizações é nomeado em sua homenagem.
- Entre 1967 e 1988, ensinou administração de finanças e negócios na Escola de Administração de Empresas William E. Simon da Universidade de Rochester, sendo nomeado em 1984-1988 como Professor de Finanças e de Administração de Empresas da LaClare.

MICHAEL C. JENSEN



- 1977 a 1988, atuou como diretor fundador do Centro de Pesquisa em Economia Gerencial da Universidade.
- Em 1992, ocupou a cadeira de presidente da American Finance Association.
- Tornou-se membro da Academia Americana de Artes e Ciências em 1996.
- Em 2000, Jensen se aposentou do trabalho acadêmico.
- Desde 2002, é membro do conselho do Instituto Europeu de Governança Corporativa.
- Jensen também é o fundador e editor do Journal of Financial Economics.
- E, atualmente ocupa o cargo de Jesse Isidor Straus, Professor de Administração de Empresas, Emérito, na Universidade de Harvard.

WILLIAM H. MECKLING



- Nasceu em 1922 e faleceu em 1998.
- Reitor emérito da Escola de Administração de Empresas William E. Simon da Universidade de Rochester.
- Ele iniciou muitos dos componentes fundamentais da escola: o Ph.D. Programa em Administração de Empresas e Programa de Desenvolvimento Executivo.
- Seu trabalho com Jensen trouxe reconhecimento internacional à dupla.
- Eles receberam o primeiro Prêmio Leo Melamed em março de 1979 por seu trabalho, "Teoria da empresa: comportamento gerencial, custos de agência e estrutura acionária".

INTRODUÇÃO



- ✓ Este artigo integra elementos da **teoria da agência**, da **teoria dos direitos de propriedade** e da **teoria das finanças** para desenvolver uma **teoria da estrutura de propriedade da firma**.
- ✓ Além de relacionar elementos da teoria de cada uma dessas três áreas, o trabalho lança uma nova luz e conduz a implicações para uma série de questões abordadas pela literatura profissional e popular, como a definição da firma, a “separação entre posse e controle”, a “responsabilidade social” do negócio, a definição de uma “função objetiva corporativa”, a identificação de uma estrutura de capital ótima, a especificação do conteúdo dos acordos de crédito, a teoria das organizações e o lado da oferta no que se refere à totalidade do problema dos mercados.



Teoria da firma: uma caixa vazia?

- ✓ Crítica a ciência da economia a respeito da “teoria da firma” “Apesar de a literatura estar repleta de referências à “teoria da firma”, o material incluído nessa classificação não consiste em uma teoria da firma, mas, na verdade, em uma teoria dos mercados nos quais as firmas são importantes participantes”.
- ✓ Ressalta-se que a firma é vista como uma “caixa vazia” que seria manipulada para atender às condições marginais de inputs e outputs de forma a maximizar o lucro ou o valor presente.
- ✓ Essa teoria é limitada por não levar em conta:
 1. Os objetivos conflitantes dos participantes para atingir o equilíbrio de forma a gerar resultado;
 2. A responsabilidade social;
 3. A separação entre posse e controle.



Direito de propriedade

- ✓ Dentro do direito de propriedade o foco do artigo está nos direitos individuais, uma vez que eles definem como os custos e as recompensas serão distribuídos entre os participantes dentro de uma organização.
- ✓ Assim, eles especificam como cada indivíduo deve se comportar dentro da firma.
- ✓ E, complementam, trazendo as implicações comportamentais dos direitos de propriedade especificados nos contratos firmados entre os proprietários (o principal) e os administradores da firma (os agentes).



Custos de agência

- ✓ Jensen define contrato de agência como: “um contrato sob o qual uma pessoa (principal) emprega outra pessoa (agente) para executar em seu nome um serviço que implique na delegação de algum poder para o agente”.
- ✓ Com base nessa definição se ambas as partes da relação forem maximizadoras de utilidade, o agente nem sempre agirá de acordo com os interesses do principal.
- ✓ Para que o principal garanta que o agente tome decisões em um nível ótimo, ele terá de incorporar mecanismos de monitoramento, incentivo e, conceder garantias contratuais.

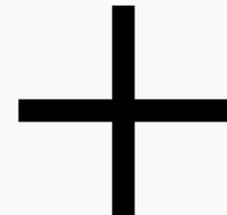


Logo, essas medidas geram custos que reduzem o bem-estar do principal, gerando um custo residual.

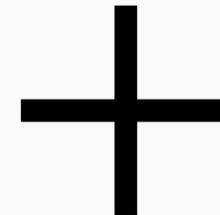
Custo de agência é a soma:



I



2



3

Das despesas de monitoramento (por parte do principal)

Das despesas com a concessão de garantias contratuais (por parte do agente)

Do custo residual



Literatura

A literatura se concentra nos aspectos normativos dessa relação; como estruturar a relação contratual entre o principal e o agente para proporcionar os incentivos apropriados visando a induzir o agente a fazer escolhas que maximizarão o bem-estar do principal, considerando a existência de incerteza e monitoramento imperfeito.

X

Jensen e Mackling

Presumem que esses problemas são solucionados pelos indivíduos e, considerando que apenas ações e obrigações podem ser emitidas na forma de direitos, ele investiga os incentivos de cada uma das partes e os elementos envolvidos no estabelecimento do equilíbrio contratual que caracteriza a relação entre o agente e principal.

Alguns comentários gerais sobre a definição da firma



- ✓ **Ronald Coase** (1937) caracterizou os vínculos contratuais da firma como a faixa de trocas nas quais o sistema de mercado foi suprimido e a alocação de recursos foi realizada em oposição a mecanismos de autoridade e controle.
- ✓ **Demsetz** (1972) discordou da noção de que as atividades na firma são governadas pela autoridade e controle (Coase) e enfatizou, o papel dos contratos como um veículo de trocas voluntárias, e o papel do monitoramento quando há uma produção em equipe.
- ✓ Mas **Jensen** critica a ênfase dispensada por Demsetz ao insumo e à produção em conjunto. Afirmando que as relações contratuais compõem a essência da firma, não somente com os funcionários mas também com fornecedores, clientes, credores etc.;

→ Custos de agência e de monitoramento existem em todos os contratos, e independe da natureza coletiva descrita por Demsetz.

Características da firma:

1

Ficção legal;

2

Ponto de conexão para
relações contratuais
entre indivíduos; e

3

Se caracteriza pela
existência de direitos
residuais dos ativos e
fluxos de caixa da
organização.

A firma é uma ficção legal que serve como um foco para um processo complexo no qual os objetivos conflitantes de indivíduos atingem um equilíbrio no contexto de relações contratuais.

Visão geral do artigo

- 1 Análises dos custos de agência do capital próprio.
- 2 Análises dos custos de agência do capital de terceiros.
- 3 As questões não-respondidas referentes à existência da forma corporativa da organização examinando o papel da responsabilidade limitada.
- 4 Teoria da estrutura de propriedade corporativa que leva em consideração os trade-offs disponíveis ao empresário-administrador entre o capital de terceiros e o capital próprio interno e externo.
- 5 Extensões da análise anterior e conclusão.

OS CUSTOS DE AGÊNCIA DO ACIONISTA EXTERNO (capital próprio)



- ✓ Nesta seção é analisado como a existência de um acionista externo (agente) pode gerar impactos nos custos de agência.
- ✓ Se um administrador (principal) possui propriedade integral sobre uma firma, ele tomará decisões que vão maximizar a sua própria utilidade.
- ✓ Essas decisões contemplam tanto benefícios pecuniários, quanto benefício não pecuniários (instalações físicas, a atratividade do pessoal administrativo, etc)
- ✓ Quando o direito à propriedade da empresa começa a ser vendido, surgem os custos de agência, devido às divergências entre o interesse do proprietário e os acionistas externo.



OS CUSTOS DE AGÊNCIA DO ACIONISTA EXTERNO

- ✓ A divergência entre as partes surge do fato, que nesse novo cenário o administrador-principal, não terá mais de arcar com a totalidade dos custos dos benefícios não pecuniários. Portanto, para maximizar a sua utilidade o administrador irá consumir mais benefícios não pecuniários.
- ✓ Os autores também destacam que a medida que a participação do proprietário-administrador diminui, os direitos que ele possui sobre o resultado da firma também diminuí, o que fornece mais um estímulo para ele se apropriar de maiores quantidades de benefícios não pecuniários na forma de vantagens ou mordomias, para seu próprio consumo.

OS CUSTOS DE AGÊNCIA DO ACIONISTA EXTERNO



- ✓ Logo, ressalta-se que existem métodos de limitar essa conduta, mas não de eliminá-la.
- ✓ Com isso, podemos dizer que o mercado de ações antecipa essas atitudes, de forma que os preços das ações refletirá os custos de monitoramento e do efeito da divergência entre os interesses do administrador e os dos acionistas.

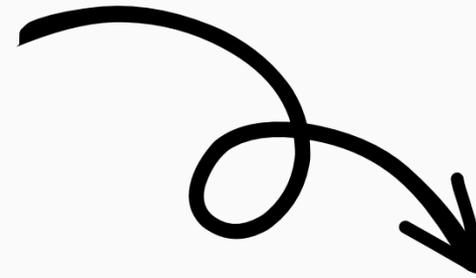


Pressupostos para a análise



Permanentes:

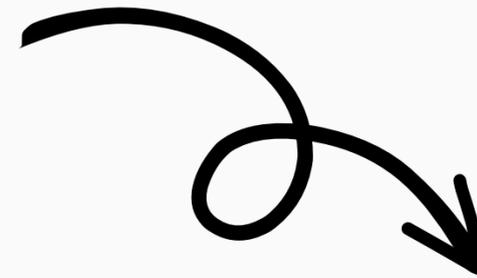
- Todos os impostos são zero;
- Não há crédito mercantil disponível;
- Nenhuma ação de acionistas externos da direito a voto;
- Nenhum resgate financeiro complexo, como títulos conversíveis em ações, ações preferenciais ou títulos conversíveis, pode ser emitido;
- Nenhum proprietário externo recebe utilidade proveniente da propriedade de uma firma de qualquer maneira além de por meio de seu efeito sobre a sua riqueza ou fluxos de caixa;
- Todos os aspectos dinâmicos da natureza multi-período do problema são ignorados pela premissa de que há apenas uma decisão de produção-financiamento a ser tomada pelo empresário;
- Os salários monetários do empresário-administrador são mantidos constantes ao longo da análise;
- Há um único administrador com interesse proprietário na empresa.



Pressupostos para a análise



Temporários:



- O tamanho da firma é fixo;
- Nenhuma atividade de monitoramento ou de concessão de garantias contratuais é possível;
- Nenhum financiamento do capital de terceiros por meio de obrigações, ações preferenciais ou empréstimos pessoais é possível;
- Todos os elementos do problema de decisão do proprietário-administrador envolvendo considerações de portfólio induzidas pela presença da incerteza e pela existência de risco diversificável são ignorados.

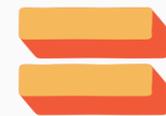
Definição

- $X = \{X_1, X_2, \dots, X_n\}$ = Vetor das quantidades de todos os fatores e atividades da firma das quais o administrador obtém benefícios não pecuniários. São definidos de forma que a utilidade marginal do administrador seja positiva para cada um deles.
- $C(X)$ = Custo total em unidades monetárias para prover qualquer determinada quantidade destes itens;
- $P(X)$ = Valor total em unidades monetárias para a firma dos benefícios produzidos de X ;
- $B(X) = P(X) - C(X)$ = Benefício líquido de X para a empresa, em unidades monetárias.

Análise das fontes de custos de agência do acionista externo e de quem arca com elas



Ignorando os efeitos de X sobre a utilidade do administrador e o seu salário de equilíbrio, os níveis ótimos dos fatores e atividades X são definidos por X^* , de forma que:



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

 benefícios

$F = B(X^*) - B(X) \Rightarrow$ Custo para a empresa de promover um aumento de X ;



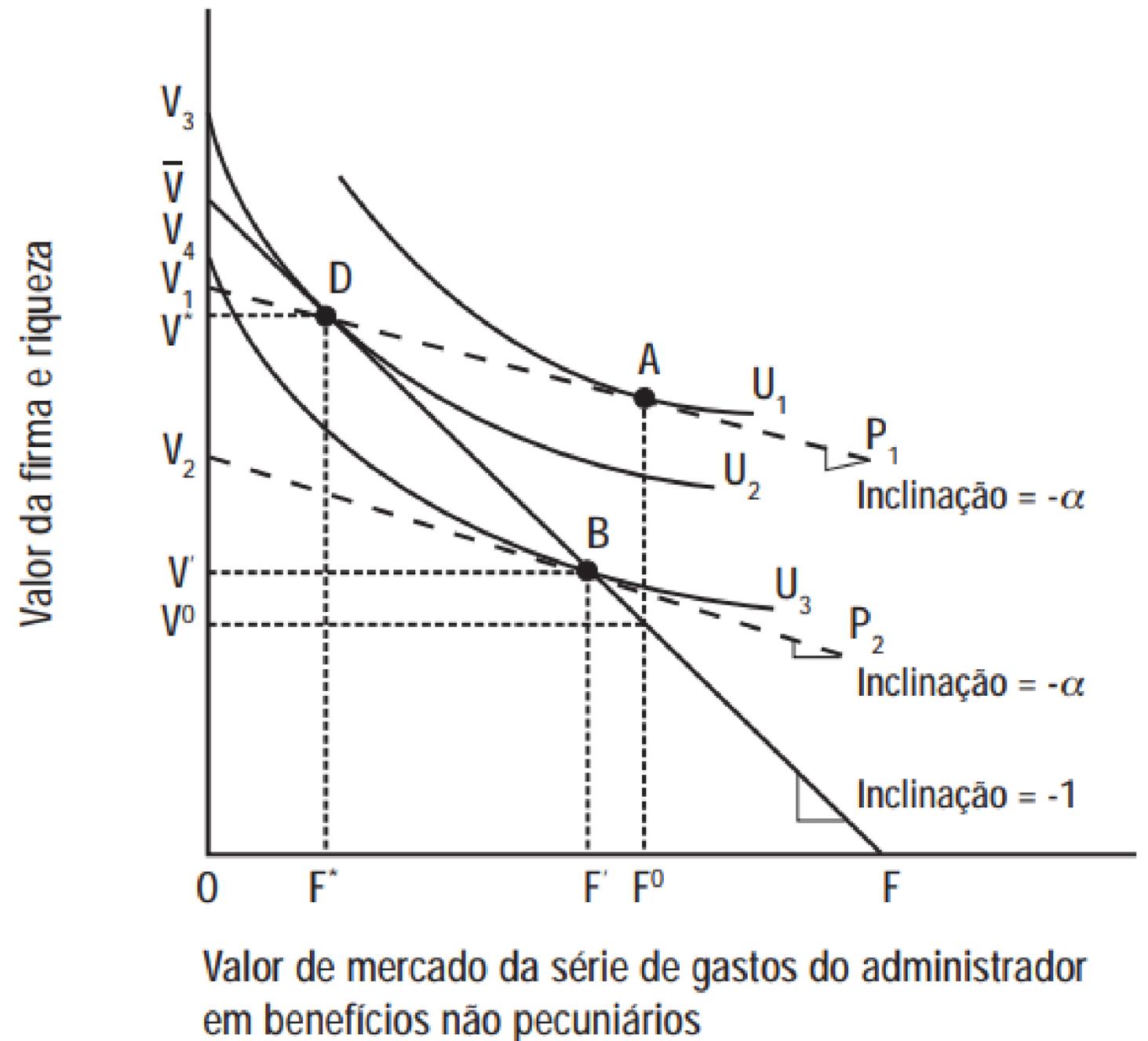
Nível de benefícios não pecuniários consumidos

Análise gráfica

V = O valor de mercado da firma.

F = O valor de mercado da série de gastos do administrador em benefícios não pecuniários.

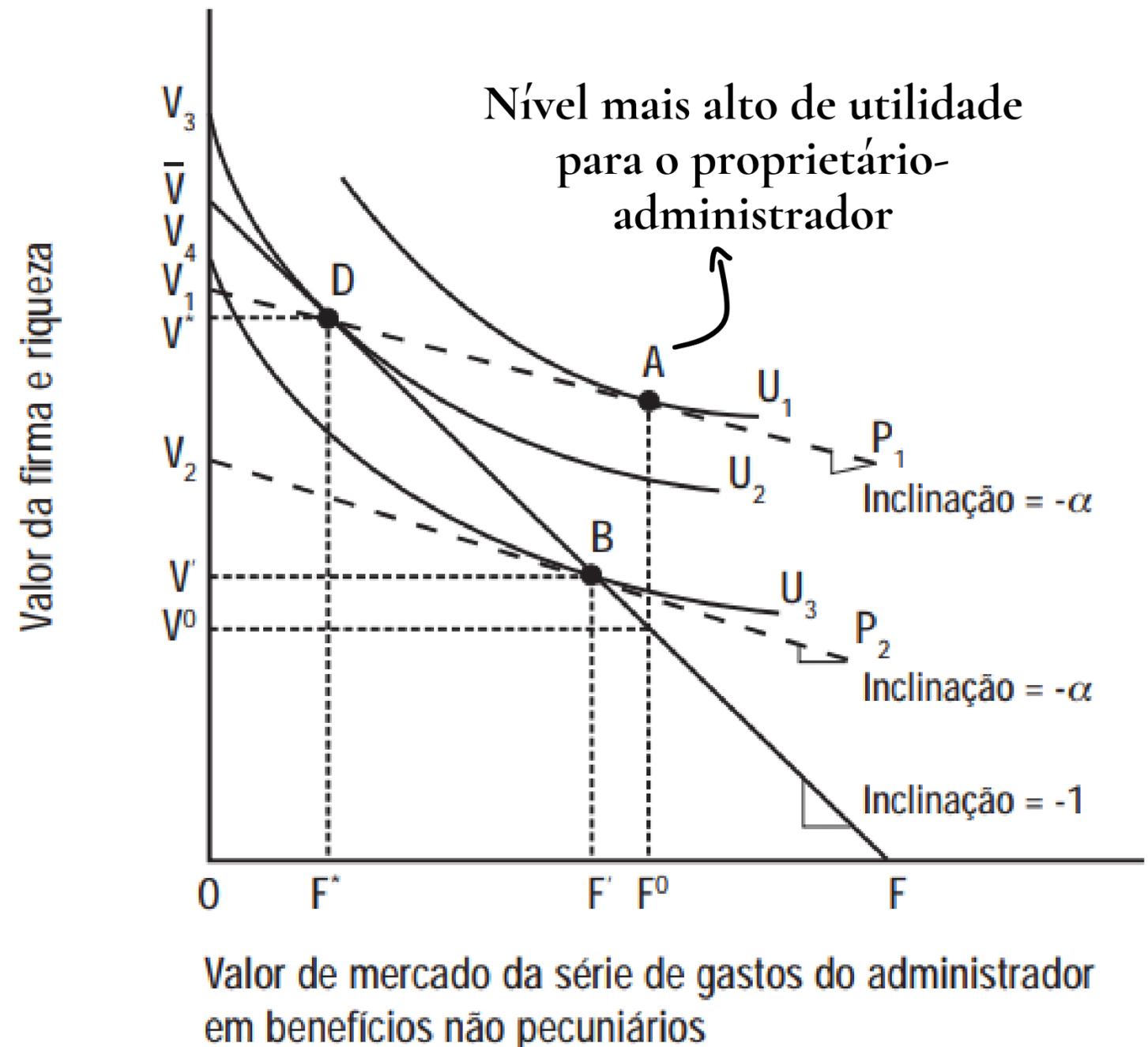
- As curvas de indiferença serão convexas enquanto a taxa marginal de substituição do proprietário-administrador entre benefícios não pecuniários e riqueza diminuir com os níveis crescentes dos benefícios.
 - Para o proprietário integral-administrador da firma, isso pressupõe que não há substitutos perfeitos para esses benefícios disponíveis.
 - Para o proprietário parcial-administrador, isso pressupõe que os benefícios não podem ser convertidos em poder de compra a um preço constante.



Análise gráfica

Teorema: Pelo direito sobre a firma, $(1 - \alpha)$, o investidor externo pagará apenas $(1 - \alpha)$ vezes o valor que espera da empresa, considerando a mudança induzida do comportamento do proprietário-administrador.

O gráfico sinaliza o valor da firma (V) e o nível de benefícios não pecuniários consumidos (F) quando a parcela dos acionistas externos for $(1 - \alpha) V$ e U_j ($j = 1, 2, 3$) representar as curvas de indiferença do proprietário entre a riqueza e os benefícios não pecuniários.



DETERMINAÇÃO DA ESCALA ÓTIMA DA FIRMA



- ✓ O administrador proprietário para de aumentar o tamanho da firma quando, a variação do valor de mercado líquida da firma (incremento bruto relativo ao valor da firma) é compensado ou é menor, que a perda gerada pelo consumo de benefícios e mordomias realizados por ele próprio.
- ✓ Em um caso hipotético em que o administrador obtivesse financiamento externo, e os custos de agência entre ele e os investidores fosse zero, seria uma solução ideal.

O PAPEL DO MONITORAMENTO OU CONCESSÕES PARA REDUÇÃO DOS CUSTOS DE AGÊNCIA



- ✓ Métodos como auditorias, sistemas formais de controle, restrições orçamentárias, incentivos, como a remuneração, auxiliam a identificar o real interesse do administradores e dos investidores externos, para se reduzir os custos agenciais.
- ✓ A partir do monitoramento, os investidores externos podem restringir as vantagens e mordomias (custos não pecuniários) do administrador.
- ✓ Esse fato pode ser desejável ao proprietário, caso o mercado de ações seja competitivo, porque isso aumentará o valor da firma (pois reduz os custos de agência), assim o mesmo colherá os benefícios da elaboração do contrato de custos de monitoramento.

O PAPEL DO MONITORAMENTO OU CONCESSÕES PARA REDUÇÃO DOS CUSTOS DE AGÊNCIA



- ✓ Exemplos de custos de concessões de garantias contratuais, podem ser, contratos contra infrações do administrador, contratos que garantam auditorias financeiras ou até limitações do poder do administrador em contrato.
- ✓ O administrador admite assumir esses contratos, quando os custos de agência diminuídos por eles, conseqüentemente o aumento do valor da firma, seja maior do que as mordomias que ele abdica.



ALGUMAS QUESTÕES NÃO RESPONDIDAS REFERENTES À EXISTÊNCIA DA FORMA CORPORATIVA

Autores entram na questão:

Por que, dada a existência de custos de agência, a forma corporativa com posse amplamente pulverizada é predominante?

E, se as ações não detidas por administradores apresentam uma deficiência tão séria, por que elas já não foram substituídas por dívida?



Algumas explicações alternativas da estrutura de propriedade da firma



- ✓ O papel da responsabilidade limitada (separação do patrimônio da empresa e dos seus sócios)

Caso contrário os investidores teriam toda a sua riqueza suscetível para cobrir dívidas da empresa, e poucos aceitariam correr esse risco.

Para os autores, esse argumento é incompleto, pois não elimina o risco, apenas o descola. O argumento se baseia nos custos de transação.

Responsabilidade i-limitada: incentivaria o monitoramento não só da empresa, mas também

da riqueza de cada acionista. Os custos para isso seriam muito maiores do que pagar um prêmio aos credores pela aceitação de contrato com responsabilidade limitada aos acionistas.

- ✓ A “irrelevância” da estrutura de capital

Os autores também vão apresentar que os custos de agência NÃO são independentes da estrutura de capital da empresa.

OS CUSTOS DE AGÊNCIA DO CAPITAL DE TERCEIROS

Agora, se as empresas de um único proprietário se livram dos custos de agência com os acionistas externos, por que não observamos grandes empresas com 100% do capital próprio e o resto tomado de empréstimo?

Os autores apontam três razões:

- (1) os efeitos sobre o incentivo associados a firmas altamente alavancadas
- (2) os custos de monitoramento
- (3) os custos de falência



✓ Efeitos sobre os incentivos associado ao capital de terceiros

Ex. Credores não concederão um empréstimo de 100k a uma firma que o empresário investiu 10k. Com essa estrutura ele terá grande incentivo a investir com alto risco: se tiver sucesso ele ganha muito, se fracassar o credor perde muito.

✓ Custos de monitoramento das cláusulas detalhadas para restringir as decisões da administração

- Custos de elaboração;
- Custos para cumprimento;
- Custo de redução da rentabilidade em virtude das limitações contratuais.

Custos de concessão de garantias contratuais

Custo de ter a exatidão de um relatório feito pelo administrador validada por um auditor independente.

✓ Custos de reorganização e falência

Na falência, os acionistas perdem os direitos pela firma. Isso tem custos, que consomem parte do valor restante da firma.

O custo da falência é de interesse dos credores, que serão ainda mais afetados se a empresa falir.



Por que os custos de agência da dívida são incorridos?

Os autores argumentam que os custos de agência da dívida tenderão a desencorajar a utilização de capital de terceiros.

Nesse sentido, quais são os fatores que incentivam a sua utilização?

Quando houver subsídio fiscal para os pagamentos de juros: até o ponto em que os benefícios marginais do subsídio fiscal são iguais aos custos marginais de agência.

Caso contrário, na ausência de benefícios fiscais: em situações que o custo de oportunidade é potencialmente lucrativo.

Mas esses projetos devem ser únicos a essa firma, ou eles seriam escolhidos por outros empresários com capital próprio para financiar o projeto.



UMA TEORIA DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE CORPORATIVA

Precisa-se de uma teoria que determine três variáveis:

1. Capital próprio interno;
2. Capital próprio externo;
3. Capital de terceiros.

A teoria também deve ajudar a encontrar o valor ótimo - nível de investimento - de uma firma.

Para questões de cálculo, iremos retratar S como capital próprio - S_i e S_o como interno e externo - B como capital de terceiros e V como valor de mercado total.

$$S = S_i + S_o$$

$$V = S + B$$





Determinação da razão ótima entre o capital próprio externo (S_o) e o capital de terceiros (B):

Alguns pressupostos:

- Para fins desse cálculo, mantemos constante o tamanho da firma (V) e a quantia de financiamento externo ($B + S_o$).
- Se os mercados de capital forem eficientes, os preços dos ativos como capital de terceiros e capital próprio externo refletirá as estimativas imparciais dos custos de monitoramento e redistribuições que a relação de agência causará.
- O proprietário-administrador que vende a sua participação arcará com esses custos de agência.

Dessa forma, para o proprietário-administrador, a proporção ótima dos fundos externos a serem levantados a partir de acionistas externos - para um certo nível de capital próprio interno - é "E", pois resulta em custos de agência mínimos.

Nosso objetivo então é determinar a parcela ótima $E^* = S_o^*/(B+S_o)$ a ser financiada com o capital próprio.

Determinação da razão ótima entre o capital próprio externo (S_o) e o capital de terceiros (B):

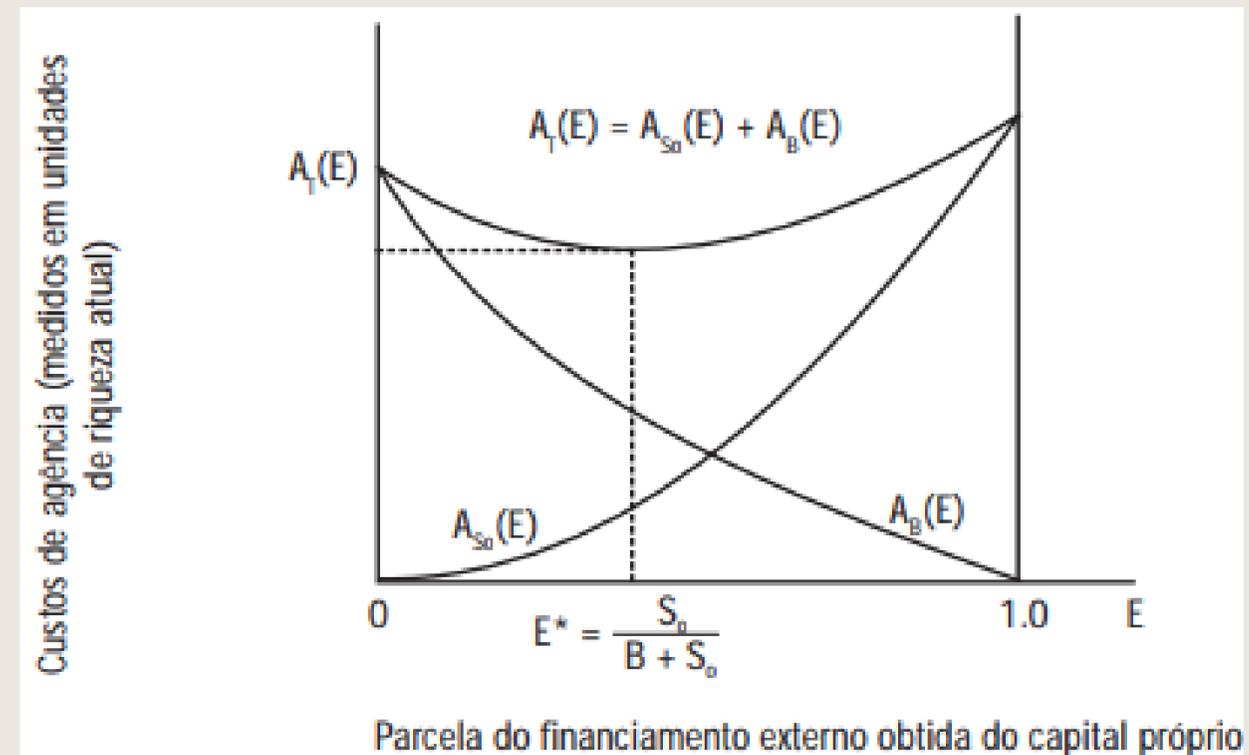
$A_{so}(E)$ = Custos totais da agência ligados à exploração dos detentores de capital externo por parte do proprietário-adm.

$A_b(E)$ = Custos totais da agência associados com a presença de capital de terceiros na estrutura de propriedade.

$A_t(E) = A_{so}(E) + A_b(E)$ = Custo total de agência

Quando E é 0, $A_{so}(E)$ também é, pois não há motivação para explorar o uso do capital próprio externo. O inverso é verdade para $A_b(E)$.

O custo total mínimo de agência ocorrerão em algum ponto da curva $A_t(E)$, como $A_t(E^*)$.



Efeitos da escala do financiamento externo

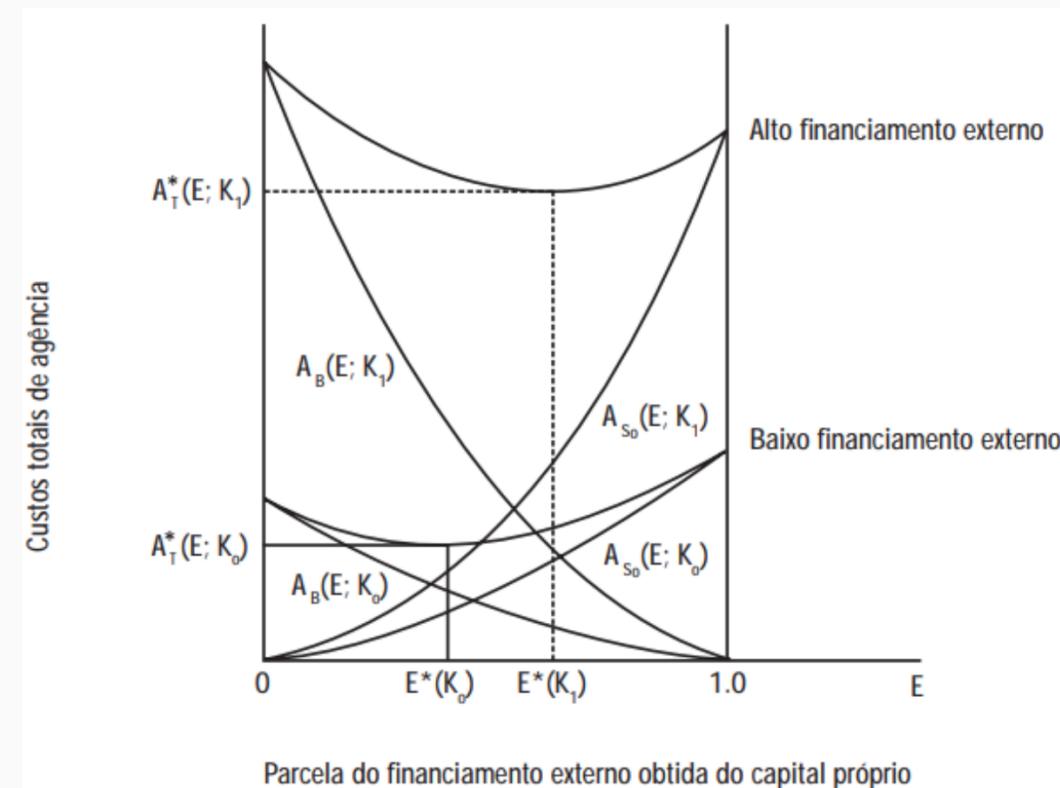
- Índice de quantidade de financiamento externo = $K = (B+So)/V^*$;
- Dois níveis de financiamento externo, K_0 e K_1 , sendo que $K_1 > K_0$.

Conforme o Capital P. Externo aumenta, os direitos parciais do proprietário diminuem e o nível ótimo do monitoramento tende a aumentar.

Isso significa que $A_{so}(E;K)$ e $A_b(E;K)$ se deslocam para cima conforme K aumenta.

IA figura representa isso, indicando que conforme a firma cresce, os custos totais de agência fazem o mesmo.

Porém, enquanto os modelos utilizados implicam que os proprietários-administradores tem toda sua riqueza investida na firma, a maioria deles possuem um portfólio diversificado para evitar riscos.



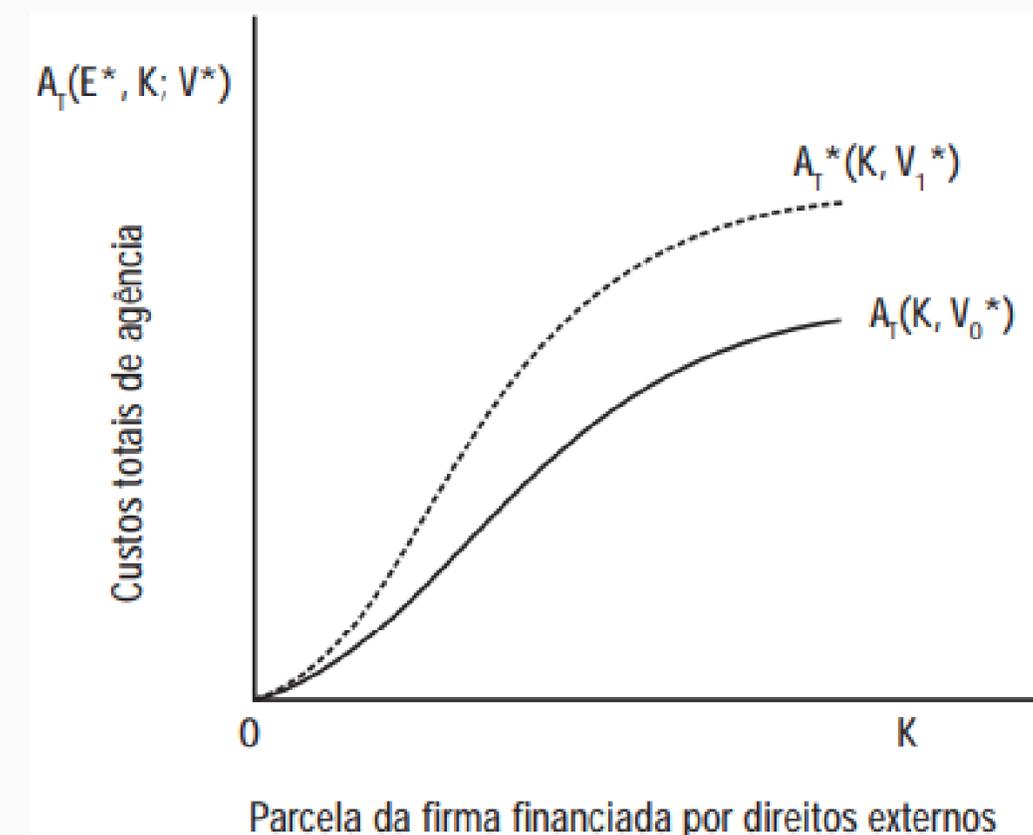
Determinação da quantia ótima de financiamento externo, K^*

Se os retornos para a firma forem incertos, o proprietário pode aumentar o seu conforto vendendo parte da firma na forma de capital e reinvestindo os lucros em outros ativos.

Utilizando a combinação ótima demonstrada nas figuras anteriores, a redução total da riqueza é demonstrada pela função de custo de agência A_t , na figura a seguir:

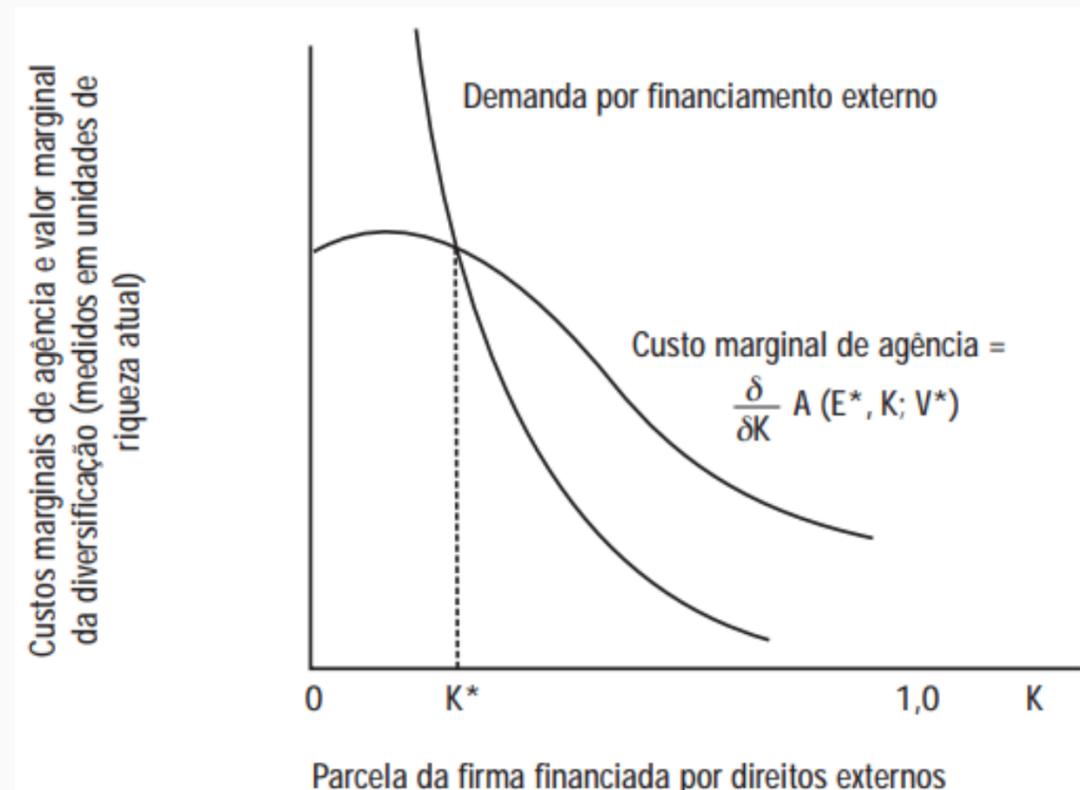
As funções terão essa forma se os custos totais de agência para uma empresa aumentarem em uma taxa crescente em baixos níveis de financiamento externo, enquanto o reverso acontece para altos níveis de financiamento externo.

Agora, continuando com a suposição que a escala da firma é fixa e que a função do custo total de agência seja como demonstrado na figura...



Determinação da quantia ótima de financiamento externo, K^*

...então a demanda por financiamento externo por parte do proprietário, a parcela da firma financiada com fundos externos e os custos marginais de agência são demonstrados pelas seguintes curvas:



Assim se observa o valor marginal da diversificação crescente que o administrador iria obter ao montar um portfólio com nível ótimo de diversificação, reduzindo seus direitos de proprietário, a interseção sendo a parcela ótima da firma sob propriedade de terceiros e um ótimo de Pareto. --->



QUALIFICAÇÕES E EXTENSÕES DA ANÁLISE



- ✓ Aspectos multiperíodos do problema do agência
- ✓ O problema do controle e os custos de agência do proprietário externo
- ✓ Monitoramento e o produto social dos analistas de títulos
- ✓ Especialização na utilização de capital de terceiros e capital próprio
- ✓ O lado da oferta da questão dos mercados incompletos

ASPECTOS MULTIPERÍODOS DO PROBLEMA DO AGÊNCIA



- ✓ A expectativa das vendas futuras do capital próprio externo e do capital de terceiros alterará os custos e os benefícios que o administrador levará em consideração para tomar decisões para beneficiar a si mesmo à custa (no curto prazo) dos acionistas externos e detentores de obrigações atuais.
- ✓ Se ele desenvolver uma reputação de tender a transações como essas, ele pode esperar uma influência negativa nas condições nas quais ele poderá obter capital futuro de fontes externas. Isso tenderá a aumentar os benefícios associados à “santidade” e tenderá a reduzir a quantia dos custos de agência.
- ✓ Considerando a vida finita de qualquer pessoa, contudo, esse efeito não pode reduzir os custos a zero, porque em algum ponto esses custos futuros começarão a ter um peso maior sobre os seus sucessores e, desta forma, os benefícios para ele de agir em interesse próprio aumentarão.

O PROBLEMA DO CONTROLE E OS CUSTOS DE AGÊNCIA DO PROPRIETÁRIO EXTERNO



- ✓ Todo o capital próprio externo não tenha direito a voto.
- ✓ Se esse capital próprio tiver direito a voto, o administrador se interessará mais pelos efeitos sobre o seu bem-estar de longo-prazo proveniente da redução de sua responsabilidade parcial abaixo do ponto no qual ele perde o controle efetivo da empresa.
- ✓ Várias forças determinam a distribuição de equilíbrio para a propriedade externa. Se os custos para reduzir a dispersão da propriedade forem menores do que os benefícios a serem obtidos da redução dos custos de agência, compensará a algum indivíduo ou grupo de indivíduos comprar ações no mercado para reduzir a dispersão da propriedade.

MONITORAMENTO E O PRODUTO SOCIAL DOS ANALISTAS DE TÍTULOS



- ✓ Atualmente temos pouco conhecimento que poderia ser englobado em uma “Teoria do Monitoramento” apesar de constituir um elemento fundamental da análise.
- ✓ Esperaríamos que instituições e indivíduos de posse de vantagem comparativa se especializem nas atividades de monitoramento.
- ✓ Há muitas evidências indicando que os preços dos títulos incorporam de forma imparcial todas as informações disponíveis ao público e muito do que pode ser chamado de “informações privadas”.
- ✓ Além disso, parece indicar que, na medida em que as atividades de análise de títulos reduzem os custos de agência associados à separação entre posse e controle, elas são, na verdade, socialmente produtivas. Ademais, se isso se provar verdadeiro, esperamos que os principais benefícios da atividade de análise de títulos sejam refletidos no valor capitalizado superior dos direitos de propriedade para as empresas e não nos retornos de portfólio período-a-período do analista.



ESPECIALIZAÇÃO NA UTILIZAÇÃO DE CAPITAL DE TERCEIROS E CAPITAL PRÓPRIO

- ✓ Que nos setores em que os efeitos sobre o incentivo do capital próprio externo ou do capital de terceiros forem muito diferentes, esperaríamos ver uma especialização na utilização de um acordo de financiamento de baixo custo de agência.
- ✓ A teoria prevê que o oposto seria verdadeiro onde os efeitos do capital de terceiros sobre o incentivo forem grandes em comparação com os efeitos do capital próprio sobre o incentivo.
- ✓ A análise sugere que, além do papel significativamente bem compreendido da incerteza na determinação da qualidade das garantias, há pelo menos mais um outro elemento de grande importância – a capacidade do proprietário das garantias de mudar a distribuição dos resultados por meio da alteração do resultado médio ou da variância dos resultados.

O LADO DA OFERTA DA QUESTÃO DOS MERCADOS INCOMPLETOS



- ✓ Um elemento perturbador dessa literatura gira em torno do fato de que geralmente se chega à conclusão de ineficiência sem uma atenção explícita na análise aos custos da criação de novos direitos ou de manutenção do conjunto expandido de mercados aos quais se recorre para gerar uma melhoria do bem-estar.
- ✓ A demonstração de uma melhoria possível de bem-estar proveniente da expansão do conjunto de direitos por meio da inclusão de novos e básicos direitos contingentes ou opções pode ser considerada como uma análise das condições de demanda por novos mercados.
- ✓ Visto dessa forma, o que falta na literatura sobre a questão é a formulação de uma análise positiva da oferta dos mercados (ou da oferta de direitos contingentes).
- ✓ Um pequeno e primeiro passo na direção da formulação de uma análise da oferta de mercados, fundamentada no comportamento de maximizador visando ao interesse pessoal dos indivíduos.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

- ✓ A empresa de capital aberto é uma impressionante invenção social
- ✓ O crescimento da utilização da forma corporativa bem como o crescimento do valor de mercado de empresas sólidas sugere que, pelo menos até o momento, credores e investidores de modo geral não têm se decepcionado com os resultados, apesar dos custos de agência inerentes à forma corporativa.
- ✓ Os custos de agência são tão reais quanto quaisquer outros custos. O nível de custos de agência depende, entre outras coisas, de regulamentações e direito consuetudinário e da engenhosidade humana na elaboração de contratos.
- ✓ Independentemente dos problemas, a corporação até o momento tem passado no teste do mercado contra alternativas potenciais.

OBRIGADO!
