

GOVERNANÇA CORPORATIVA: ARGUMENTOS TEÓRICOS E RECOMENDAÇÕES DE POLÍTICA ASSOCIADAS À ABORDAGEM DE AGÊNCIA

Mauro Santos Silva¹

1 INTRODUÇÃO

Este artigo analisa a governança corporativa tomando por referência a perspectiva convencional (*mainstream*). Os argumentos são desenvolvidos com base em textos da literatura econômica que assume a governança como um problema de agência. O termo governança é adotado para designar um arranjo institucional orientado a propósitos associados, em última instância, ao alcance de padrões de desempenho econômico (retorno sobre investimentos) de empresas privadas constituídas sob a forma de um modelo específico de propriedade: a sociedade anônima, cujo capital é dividido em ações (títulos financeiros) comercializadas em bolsa de valores, ou seja, em mercado público.

Nesse caso, há uma configuração marcada pela separação explícita entre a propriedade de ativos que expressam o direito de propriedade (ações corporativas) e o controle da administração da corporação. Proprietários ofertam recursos financeiros aos administradores porque estes dispõem de *expertise* gerencial para viabilizar retornos financeiros sobre investimentos; administradores demandam recursos financeiros dos proprietários para viabilizar as operações corporativas e obter retornos financeiros e não financeiros associados à condução dos negócios. É suposto que a assimetria de informação expõe os proprietários a risco de expropriação pelos administradores. De acordo com Shleifer e Vishny (1997, p. 773): “a questão fundamental da governança corporativa é como assegurar aos financiadores que eles terão os retornos esperados de seus investimentos”.

O objetivo principal deste artigo é apresentar, em traços estilizados, os aspectos fundamentais que caracterizam a abordagem teórica convencional da governança corporativa. Este trabalho está organizado em cinco seções, incluindo esta introdução. A seção 2 apresenta o processo de crescimento da empresa e o desenvolvimento do mercado de ações como fator determinante da separação entre propriedade e controle. A seção 3 desenvolve o argumento da governança corporativa como um problema de agência. A seção 4 apresenta os traços fundamentais do modelo de política de governança corporativa proposto pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e compartilhado pelo Banco Mundial. A seção 5 apresenta as considerações finais.

2 A DESINTEGRAÇÃO DO ÁTOMO:² SEPARAÇÃO ENTRE A PROPRIEDADE E O CONTROLE NO ÂMBITO DA SOCIEDADE ANÔNIMA

O documento seminal sobre o problema atualmente denominado “governança corporativa” foi o livro *The Modern Corporation and Private Property* (1932), de autoria do economista Gardiner Means e do advogado Adolf Berle.³ O texto foi escrito para publicar os resultados de uma pesquisa financiada

1. Especialista em políticas públicas e gestão governamental, em exercício no Ipea, e docente permanente no Programa de Mestrado em Governança e Desenvolvimento da Escola Nacional de Administração Pública (Enap).

2. A “desintegração do átomo” é o termo usado por Berle e Means (1984, p. 37) para designar a emergência do modelo de propriedade baseado na sociedade anônima e a consequente dissociação entre a propriedade e o controle dos ativos no âmbito das corporações modernas.

3. Ver Berle e Means (1984).

pelo Social Science Research Council of America, que tinha por objeto o estudo das tendências no desenvolvimento da grande empresa moderna, mais especificamente as implicações do novo modelo de propriedade empresarial – baseado em ações comercializadas em mercado aberto – sobre a organização da economia americana. Portanto, trata de uma forma específica de firma, singularizada por um regime de propriedade do tipo “sociedade anônima”.

O novo cenário, no qual o tamanho dos projetos de investimentos passa a exigir a mobilização de capital em larga escala, afirma a concentração do poder econômico organizado com base em grandes corporações e a dispersão da propriedade. O desenvolvimento da estruturação de títulos de propriedade (ações) e a comercialização em mercados públicos,⁴ abertos a ampla participação de emitentes e investidores de diferentes perfis econômico-financeiros, tornaram possível a mobilização e a agregação de riqueza financeira originada em um sem-número de pessoas e administrada (controlada) por um grupo restrito de indivíduos, os administradores. As corporações modernas mobilizam esse capital de modo direto, mediante a comercialização atomizada de ações ao grande público investidor, ou de modo indireto, mediante a venda concentrada de ações a investidores institucionais – como exemplo: companhias de seguro, fundos de investimento etc. –, que atuam como intermediários, captando recursos do grande público investidor.

A estruturação da propriedade com base em ações comercializadas em mercado aberto separa duas funções antes exercidas pelos proprietários: a propriedade e o controle. Mas o que é o controle? Berle e Means (1984, p. 85-97) afirmam que o controle está nas mãos de pessoas ou grupos com poder legal para escolha do conselho de administração. Esse poder deriva da propriedade majoritária das ações. Também deriva da propriedade minoritária das ações conjugada a recursos legais que viabilizam o controle mediante instrumentos piramidais (“a” controla “b”, que controla “c”; logo, “a” controla “c”) ou diante da coexistência de ações com direito a voto (ordinárias) e sem direito a voto (preferenciais). Por fim, o controle também é identificado como derivado do poder de fato da administração da corporação, fato associado à incapacidade dos proprietários para exercer pressão significativa sobre os administradores em circunstâncias nas quais há assimetria de informações, custos de monitoramento e dispersão da propriedade.

De acordo com Berle e Means (1984):

no sistema acionário, o proprietário de riqueza industrial ficou apenas com um símbolo de propriedade, enquanto o poder, a responsabilidade e a substância que foram parte integrante da propriedade no passado estão sendo transferidos para um grupo independente em cujas mãos está o controle (Berle e Means, 1984, p. 83).

Os interesses dos proprietários – geração de lucros e valorização dos ativos da corporação – passam, progressivamente, a depender menos das próprias escolhas e mais das decisões tomadas pelos administradores/controladores das corporações, observadas as percepções e as reações de um mercado sensível e sujeito a frequentes flutuações. Os interesses dos administradores – rendas pessoais, poder, prestígio – podem resultar em escolhas administrativas conflitantes com os interesses dos proprietários.

4. O termo “mercado público” é usado por Berle e Means (1984, p. 233-237) para designar as transações realizadas em bolsa de valores, ambientes regulados, intensivos em geração e difusão de informações, as modalidades operacionais e os títulos transacionados. Esses mercados passaram a exercer três funções: assegurar a constituição de um “mercado livre”, no qual são asseguradas a “entrada” e a “saída” espontâneas de emitentes e demandantes de títulos; promover liquidez aos ativos, de modo que ocorram transações subsequentes mediante conversão de títulos em dinheiro (liquidez); e formar um sistema de precificação para os títulos financeiros.

Há uma tensão redistributiva entre proprietários e administradores no que diz respeito às rendas geradas pela corporação.

Segundo palavras de Berle e Means (1984):

torna-se evidente que estamos lidando não apenas com grupos distintos, mas muitas vezes com grupos em oposição – a propriedade, de um lado, e o controle, do outro – um controle que tende a afastar-se cada vez mais da propriedade, que[,] em última instância, está nas mãos da própria administração, uma administração capaz de perpetuar sua posição (Berle e Means, 1984, p. 126).

Nesses termos, a separação entre a propriedade e o controle/administração dos ativos/riqueza corporativa requer o desenvolvimento de mecanismos de contratualização, firmados entre os administradores e os proprietários das ações, em torno de instrumentos e procedimentos associados ao modo de condução do governo no âmbito das corporações. Essa arquitetura é desenhada com o propósito de compatibilizar os interesses das partes, o que é realizado mediante a estruturação de regras e incentivos econômicos capazes de induzir os controladores à assunção de procedimentos administrativos orientados ao desempenho eficiente, capaz de viabilizar taxas de retornos sobre o investimento que atendam às expectativas dos proprietários do capital. A mobilização de capital no mercado aberto impõe aos administradores a assunção de compromissos com o público proprietário do capital e tomador das decisões de investimento.

3 A RELAÇÃO ENTRE PROPRIETÁRIOS (*OUTSIDERS*) E CONTROLADORES (*INSIDERS*): UM PROBLEMA DE AGÊNCIA

Em 1976, Jensen e Meckling publicam *Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure* (Jensen e Meckling, 1976). Esse texto tornou-se um clássico dos estudos de governança corporativa em razão da sua contribuição ao desenvolvimento de uma “teoria da estrutura de propriedade da firma”, tomando por referência um ambiente marcado pela separação entre propriedade e controle dos recursos da firma.

Essa abordagem observa a firma como um ponto central (*hub*), que conecta um rol de relações mediante contratos complexos estabelecidos entre indivíduos que são proprietários de recursos (trabalho, insumos, capital etc.). Os contratos estabelecidos, de modo explícito ou implícito, afetam a especificação dos direitos de propriedade individuais e, conseqüentemente, o modo como os custos e as recompensas são distribuídos no âmbito de uma organização. Logo, essas relações contratuais constituem fator determinante do padrão de comportamento assumido pelos indivíduos, inclusive pelos proprietários e pelos administradores, e, conseqüentemente, acabam por exercer influência sobre o padrão de desempenho da firma. De acordo com Jensen e Meckling (1976, p. 311, tradução do autor): “(...) o comportamento da firma assemelha-se ao comportamento de um mercado; isto é, é o produto de um complexo processo de equilíbrio contratual”.

Uma implicação da adoção dessa visão de firma é o reconhecimento da importância que as instituições (as leis e o sistema legal) têm sobre a configuração e o desempenho das organizações, em especial aquelas diretamente envolvidas em atividades econômicas. As leis disciplinam a conformação dos contratos e os direitos de propriedade neles transacionados. O sistema legal encaminha, no âmbito judicial, soluções de controvérsias, e estabelece precedentes que passam a constituir o marco legal. Nesses termos, essas instituições são capazes de produzir efeitos diretos sobre a produtividade e a rentabilidade, além de afetar a distribuição dos direitos de

propriedade no âmbito da firma (Jensen e Meckling, 1976, p. 311). Essas afirmações evidenciam o reconhecimento da importância das instituições – as regras do jogo e seus mecanismos de *enforcement* – na estruturação dos sistemas de governança e nos seus resultados efetivos em termos de capacidade de contratualização entre proprietários e controladores no âmbito das organizações.

Ao aprofundar a análise, a atenção dos autores recai sobre os fatores que determinam o equilíbrio de uma relação contratual específica originada no âmbito da firma: aquela estabelecida entre os administradores (agentes) e os proprietários do capital (principal). O comportamento individual maximizador é assumido como pressuposto fundamental. Por um lado, atuam agentes/administradores/controladores (*insiders*) que exercem função direta na administração, ou seja, alocação dos recursos mobilizados pela firma, procurando maximizar seus retornos pecuniários e não pecuniários constitutivos de uma determinada cesta de consumo bancada com recursos da firma. Por outro lado, atuam principais/investidores/proprietários (*outsiders*) sem funções associadas à administração direta dos recursos disponibilizados à firma, mas buscando, como propósito fundamental, a maximização do retorno sobre o capital investido. É suposta a existência de um *trade-off* entre as rendas obtidas pelo administrador e as rendas auferidas pelo investidor.

O modelo assume que proprietários e administradores estabelecem uma relação de agência, definida por Jensen e Meckling (1976, p. 308, tradução do autor) como um “(...) contrato sob o qual uma ou mais pessoas – o(s) principal(is) – mobiliza(m) uma outra pessoa – o agente – para executar em seu nome um determinada atividade, e, para isso, delegam autoridade para tomada de decisão”. A construção de um padrão ótimo de alinhamento de interesses entre as partes, de modo que viabilize o equilíbrio da relação contratual, implica a necessidade de assunção de “custos de agência” de três ordens: custos de ações de monitoramento pelo principal; custos de concessões de garantia pelo agente; e custos residuais, isto é, perdas assumidas pelo principal em decorrência da imperfeição de alinhamento com o agente após a adoção e a consolidação da estrutura de governança.

Portanto, a separação entre propriedade e controle demandará a incursão da firma em “custos de concessão de garantias contratuais”, mediante o estabelecimento de regras limitadoras do poder de decisão do administrador, a divulgação de informações financeiras (*disclosure*), a contratação de auditoria independente etc., e a incursão do investidor em custos de monitoramento externo, assim entendidos os procedimentos associados ao controle do comportamento do agente. Esses procedimentos serão estendidos até o limite em que os custos forem equivalentes aos benefícios gerados para as partes contratantes. Essa é a condição fundamental para o alcance de uma situação de equilíbrio contratual, a qual não elimina integralmente, mas leva ao limite a redução dos custos residuais incorridos pelo principal.

O modelo de governança desenvolvido teoricamente por Jensen e Meckling (1976) e orientado para a garantia dos interesses dos acionistas (*shareholder-oriented model*) acabou por tornar-se um modelo normativo de referência em âmbito internacional. Para Hansmann e Kraakman, autores do artigo *The End of History for Corporate Law* (2000, p. 3), o amplo consenso internacional⁵ em torno desse modelo está baseado em quatro elementos: os administradores devem administrar a corporação de modo que protejam os direitos de propriedade e alcancem os objetivos dos proprietários;

5. De acordo com Hansmann e Kraakman (2000, p. 12), a convergência em torno do modelo de governança orientado para os acionistas abrange, além dos autores acadêmicos que trabalham com temas relacionados às finanças corporativas e à economia da firma, as grandes empresas de auditoria, as grandes firmas internacionais de assessoramento jurídico, as empresas de consultoria e os bancos de investimento.

os acionistas minoritários devem ter seus direitos assegurados pelos atos dos acionistas majoritários; a medida de referência dos interesses dos proprietários é o valor de mercado da firma; as outras partes interessadas nos rumos da corporação (credores, fornecedores, trabalhadores, consumidores, etc.) devem ter seus direitos protegidos por estruturas regulatórias e contratuais, e não por participação direta na governança corporativa.

A governança corporativa é observada como um requisito essencial para suprimir as falhas associadas aos instrumentos contratuais, garantir uma participação efetiva do proprietário no controle da empresa e, conseqüentemente, proteger os direitos residuais de propriedade desses acionistas, agora cada vez mais representados por “investidores institucionais”,⁶ como fundos de pensão e fundos mútuos de investimentos. As demais partes interessadas (credores, fornecedores, trabalhadores, consumidores etc.) no desempenho e na participação nas rendas geradas pela empresa não devem ser acomodadas diretamente no âmbito da governança, pois seus direitos de propriedade podem ser garantidos por instrumentos regulatórios e contratuais. Em última instância, essa configuração da governança, ao maximizar o valor da firma em favor de seus proprietários, acaba por complementar – em vez de conflitar – os interesses das demais partes constituintes (Hansmann e Kraakman, 2000, p. 12).

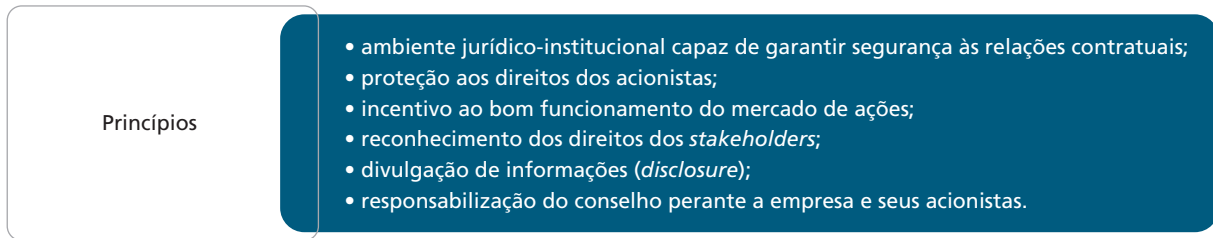
4 POLÍTICA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA OCDE: PRINCÍPIOS ORIENTADOS À PROTEÇÃO DOS DIREITOS DE ACIONISTAS (SHAREHOLDER-ORIENTED MODEL)

Esta seção analisa a política de governança corporativa contemporânea tomando por referência o documento *Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE* (OCDE, 2016). A publicação foi realizada originalmente em 1999, sendo a edição atual resultante de uma revisão realizada em 2014/2015, com participação dos países da OCDE e dos países do Grupo dos Vinte (G20) que não fazem parte da OCDE. Também tiveram participação ativa na revisão o Comitê de Basileia de Supervisão Bancária e o Banco Mundial. As empresas de capital aberto, financeiras e não financeiras, constituem a referência de organização (caracterizada por uma forma específica de propriedade: acionária) para a qual foram desenvolvidas as recomendações de política. O documento reconhece a inexistência de um modelo único, mas enfatiza a existência de um conjunto de elementos essenciais a uma boa política de governança.

A definição de governança envolve “relações” entre partes interessadas, mais especificamente os acionistas, o conselho de administração, os órgãos de gestão da empresa e os *stakeholders*, e “estruturas” que dão sustentação aos processos de definição de objetivos, determinação de meios para o alcance desses objetivos e mecanismos de monitoramento do desempenho. O propósito principal da governança é garantir direitos de propriedade aos acionistas e bom funcionamento do mercado financeiro (OCDE, 2016, p. 9-10). As recomendações de política de governança constantes no documento da OCDE são harmônicas em relação à abordagem agente-principal.

6. Ao tratar de fundos institucionais como nova forma institucional de organização do mercado de ações e dos direitos de propriedade neles transacionados, Hansmann e Kraakman (2000, p. 17, tradução do autor) ressaltam: “essas instituições não apenas dão voz efetiva aos interesses dos acionistas, mas também promovem, em particular, os interesses dos acionistas públicos dispersos, em vez dos interesses dos acionistas controladores ou de pessoas de dentro da empresa. O resultado é que a propriedade de capital entre o público em geral, embora mais ampla do que nunca, está, ao mesmo tempo, ganhando uma voz mais eficaz nos assuntos corporativos”.

FIGURA 1
Princípios de governança corporativa propostos pela OCDE



Fonte: OCDE (2016).
Elaboração do autor.

Os três primeiros princípios estão diretamente relacionados à afirmação dos direitos de propriedade de acionistas. Esses princípios, alinhados à argumentação de Jensen e Meckling (1976, p. 307), focalizam a importância de uma institucionalidade, orientada à constituição de mecanismos de *enforcement* capazes de assegurar garantia aos contratos. Em última instância, esse é um requisito fundamental do processo de especificação e efetivação dos direitos de propriedade e, conseqüentemente, da estruturação de incentivos (distribuição de custos e recompensas) à conduta de proprietários e de administradores no âmbito das organizações.

Em primeiro plano, é ressaltada a necessidade de um ambiente jurídico-institucional capaz de garantir segurança aos direitos contratualizados no âmbito das operações em mercado. É mencionada a necessidade de se garantir flexibilidade ao arranjo de governança, o que deve e pode ser feito tomando-se por referências o princípio “cumprir ou justificar”. Essa opção viabiliza a adaptação da governança às particularidades de setores econômicos e corporações. Também é ressaltada a necessidade de consideração da natureza evolucionária/adaptativa, das disposições que disciplinam a governança em resposta às experiências acumuladas e às mudanças no ambiente de negócios.

Os “princípios” afirmam um “modelo de governança orientado aos acionistas”, inclusive os minoritários e os investidores institucionais. São mencionados os direitos básicos e *ex ante*, por exemplo: a participação na assembleia-geral, a participação nos resultados, o acesso à informação e a eleição dos membros do conselho de administração; e também os denominados direitos *ex post*, referentes à busca de compensações em reparação a danos decorrentes de atos de gestão. A percepção do desenvolvimento de cadeias de investimentos complexas faz com que seja valorado um modo de governança que gere incentivos ao bom funcionamento do mercado financeiro. Nas cadeias de investimento complexas há participação intensiva de intermediários financeiros (em especial investidores institucionais, por exemplo: fundos de investimentos), que mobilizam grandes massas de recursos de terceiros e atuam como investidores independentes, observando-se os limites dos mandatos que lhes foram concedidos pelos proprietários originais dos recursos.

O quarto princípio trata dos direitos de propriedade dos *stakeholders*, isto é: credores, trabalhadores, fornecedores, consumidores e outros. É observado, inclusive, que: “(...) a preocupação com a reputação e o desempenho das sociedades muitas vezes requer o reconhecimento de interesses mais amplos” (OCDE, 2016, p. 37). Em todos esses casos, é ressaltado que tais direitos, estabelecidos por leis e contratos, devem ser reconhecidos no âmbito das políticas de governança, mas não há dispositivos que assegurem a participação direta dessas “partes interessadas” no âmbito das estruturas de governança corporativa.

Os dois últimos princípios dizem respeito ao modo de organização da governança no âmbito da empresa. Dois aspectos enfatizados são o compromisso com um regime de revelação de informações (*disclosure*) relevantes ao processo de formação de opinião e a tomada de decisão referente aos negócios da corporação. Tais procedimentos devem dispor de credibilidade e garantir transparência sobre fatos relevantes ao desempenho, por exemplo: resultados financeiros, fatores de risco, transações com partes relacionadas⁷ e questões relevantes relacionadas às partes interessadas (*stakeholders*). Outro aspecto destacado diz respeito à responsabilização do conselho de administração perante a empresa e os seus acionistas. Cabe ao conselho deliberar sobre as orientações estratégicas da empresa e monitorar o desempenho da administração, inclusive sobre a supervisão de riscos e conformidade (*compliance*) relativa ao sistema normativo ao qual a corporação está submetida. Em última instância, tais procedimentos constituem requisito ao alcance sustentável de padrões adequados de retorno sobre o capital investido por acionistas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo analisou a governança corporativa tomando por referência a perspectiva teórica convencional (*mainstream*). Os argumentos foram desenvolvidos com base em textos clássicos da literatura econômica, que assume a governança como um problema de agência. O termo governança corporativa é adotado para designar um arranjo institucional orientado a propósitos associados, em última instância, ao alcance de padrões de desempenho econômico (retorno sobre investimentos) de empresas privadas constituídas sob a forma de um modelo específico de propriedade: a sociedade anônima.

Um aspecto relevante desse referencial teórico reside na noção de “relações complexas”, mediadas por contratos estabelecidos entre indivíduos que, ao realizarem ações capazes de afetar as especificações dos direitos de propriedade contratualizados, acabam por impactar a distribuição de custos e recompensas e condicionar o comportamento das partes. Portanto, o centro da análise recai sobre os direitos de propriedade firmados em relações contratuais complexas estabelecidas em ambiente com assimetria de informações.

A análise da governança, com base em uma relação de agência, assume um principal/*outsider*/investidor – independentemente do número de pessoas envolvidas na relação de agência nessa condição –, que realiza escolhas movido por uma função cujo objetivo fundamental é a maximização da taxa de retorno dos investimentos, apurada por métrica que contabiliza distribuição de dividendos e valorização das ações em bolsa. Portanto, nesse caso, não há que se falar em agregação de preferências, mas sim em homogeneidade de preferências entre os indivíduos que participam da relação de agência na condição de principal.

Além dos acionistas, outras partes constitutivas (*stakeholders*), com interesses específicos, são assumidas como partes relevantes da rede contratual em razão de suas contribuições ao desempenho da corporação. Entre elas estão os credores, os empregados, os fornecedores, os consumidores. A proteção dos interesses legítimos dessas partes diante de riscos de expropriação também é assumida como relevante para a sustentabilidade do desempenho da corporação, porém é excluída do ambiente da governança. A função de proteção desses interesses é atribuída a legislações específicas capazes de constituir mecanismos garantidores (*enforcement*) dos contratos firmados entre os *stakeholders* e a corporação.

7. Entre as partes relacionadas são identificadas: as entidades controladoras ou sob o controle da empresa, os acionistas e os ocupantes de cargos na alta administração da empresa (OCDE, 2016, p. 45).

A inclusão dessas partes constitutivas no âmbito da governança implicaria a ruptura do modelo de agência baseado em um principal (proprietários/acionistas) dotado de uma função-objetivo homogênea: a maximização da taxa de retorno sobre o investimento. No âmbito desse novo cenário, haveria a necessidade de consideração de uma diversidade de funções-objetivo que, em última instância, demandaria a constituição de uma coalização de interesses e a constituição de um modelo de governança corporativa capaz de responder a essa diversidade de interesses. Em última instância, haveria a necessidade de substituição de um modelo orientado aos acionistas/proprietários (*shareholder-oriented model*) por um modelo orientado ao conjunto das partes constituintes das relações contratuais estratégicas da corporação (*stakeholders-oriented model*).

Há uma harmonia expressiva entre os textos teóricos que desenvolvem a abordagem convencional – baseada na compreensão da governança como problema de agência e em um modelo do tipo *shareholder-oriented model* – e as recomendações ou o princípio de política de governança corporativa proposto pela OCDE e compartilhado pelo Banco Mundial. A consistência do sistema de produção e revelação de informações, a modelagem do processo decisório e o monitoramento do comportamento dos executivos responsáveis pela realização das estratégias constituem os fundamentos do modelo de referência para políticas de governança.

Conforme expresso nessa literatura, a teoria e a política foram desenvolvidas para um tipo específico de organização fundamentada em uma forma específica de propriedade: a grande corporação moderna, baseada em propriedade acionária comercializada em mercado público de ações. A extensão do uso dos elementos constitutivos da governança corporativa para outros tipos de organização empresarial ou governamental requer o desenvolvimento de uma argumentação capaz de fundamentar teórica e empiricamente o uso ou a extensão da abordagem convencional (*mainstream*) para organizações estruturadas em outros modelos de propriedade, e, conseqüentemente, com partes interessadas ou *stakeholders* com interesses heterogêneos em relação aos retornos esperados do funcionamento da organização à qual estejam associados.

REFERÊNCIAS

- BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. São Paulo: Abril Cultural, 1984.
- HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reiner. **The end of history for corporate law**. Cambridge: Harvard Law School, 2000. (Economics and Business Discussion Paper Series, n. 280).
- JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, 1976.
- OCDE – ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. **Princípios de governo das sociedades do G20 e da OCDE**. Paris: OCDE, 2016. Disponível em: <<https://goo.gl/iDthr2>>. Acesso em: 16 ago. 2018.
- SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.