

"A FEA e a USP respeitam os direitos autorais deste trabalho. Nós acreditamos que a melhor proteção contra o uso ilegítimo deste texto é a publicação online. Além de preservar o conteúdo motiva-nos oferecer à sociedade o conhecimento produzido no âmbito da universidade pública e dar publicidade ao esforço do pesquisador. Entretanto, caso não seja do interesse do autor manter o documento online, pedimos compreensão em relação à iniciativa e o contato pelo e-mail bibfea@usp.br para que possamos tomar as providências cabíveis (remoção da tese ou dissertação da BDTD)."



**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO**

MODELOS DE ADMINISTRAÇÃO FINANCEIRA DO CAIXA SOB A ÓTICA DA ECONOMIA DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO

Tese apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito à obtenção do título de Doutor em Administração.

Kárem Cristina de Sousa Ribeiro

Orientador: Prof. Dr. Keyler Carvalho Rocha

São Paulo, 2001

REITOR DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

Prof. Dr. Jacques Marcovitch

**DIRETOR DA FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E
CONTABILIDADE**

Prof. Dr. Eliseu Martins

CHEFE DO DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO

Prof. Dr. Cláudio Felisoni de Ângelo

MODELOS DE ADMINISTRAÇÃO FINANCEIRA DO CAIXA SOB A ÓTICA DA ECONOMIA DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO

Tese apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito a obtenção do título de Doutor em Administração.

Candidata : Kárem Cristina de Sousa Ribeiro

Orientador : Prof °. Dr. Keyler Carvalho Rocha

São Paulo, 2001

FICHA CATALOGRÁFICA

Ribeiro, Kárem Cristina de Sousa
Modelos de administração financeira do caixa sob a
ótica da economia dos custos de transação / Kárem Cristina
de Sousa Ribeiro. — São Paulo : FEA/USP, 2001. 175 p.

Tese - Doutorado
Bibliografia

1. Administração – Modelos 2. Administração financeira
3. Custo de transação I. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP.

CDD – 658.40352

AGRADECIMENTOS

A concepção desta tese se deu ao longo de inúmeros dias, meses e até mesmo anos de dedicação, o que me tornou dependente de várias pessoas, importantes, ao longo desta caminhada.

Ao Edmar, esposo e companheiro, que me forneceu o seu pulso, ombro e apoio para a realização deste projeto de vida que sempre consideramos como "nosso", significando, assim, uma grande diferença entre a união e o individualismo.

Aos meus filhos, Gustavo e Fabiana, fontes de inspiração, equilíbrio, bom-senso e entusiasmo. Que todos os momentos de minha ausência física sejam multiplicados pelo imenso amor que tenho por vocês.

Ao meu orientador, professor Keyler Carvalho Rocha, uma pessoa de imensurável estima e que me acompanha desde o início do mestrado, 1994, sempre com uma postura profissional exemplar, com comentários precisos e objetivos. A ele, minha completa admiração e para quem a minha gratidão é eterna.

Aos professores Rubens Famá e José Carlos Marion, pelos inúmeros e relevantes comentários por ocasião do exame de qualificação. O professor Famá sempre esteve à disposição para sugerir referências bibliográficas e para discutirmos temas em finanças que fazem, nitidamente, os seus olhos brilharem, enquanto o professor Marion, sempre nos honrou com sua presença, difundindo-nos experiência através das suas inúmeras criações literárias.

Aos meus pais, Altemira e Osvaldo, minha fortaleza e constituição, e aos meus irmãos, Kenia e Kleusson, pelo apoio e constante incentivo ao meu crescimento profissional.

Às minhas amigas, Valéria e Fabiana, da FEA/USP, pela ajuda inestimável em tantos momentos de dificuldade, meus agradecimentos e admiração pelo singular estilo profissional.

Aos meus colegas de trabalho, professores e técnicos da FAGEN/UFU, que permitiram o meu afastamento da instituição e, em especial, ao Ricardo e à Carla, cujo apoio sempre foi decisivo nos momentos difíceis.

Finalmente, não poderia deixar de agradecer a Deus pela minha vida e pela inspiração na criação desta tese. Obrigada, Senhor!

"Pois quem é Deus senão o Senhor?

Quem é o rochedo, senão o nosso Deus?

É Deus quem me cinge de coragem

e aplanar o meu caminho.

Torna os meus pés velozes como os das gazelas

e me instala nas alturas."

Sal 17, 32-34

RESUMO

O presente estudo tem como propósito o de apresentar uma abordagem específica e diferenciada, através da junção de duas teorias relacionadas as áreas de finanças corporativas e governança corporativa.

Em finanças corporativas, delimita-se a análise de modelos de administração de caixa, por ser pelo caixa das empresas que ocorrem todas as saídas e as entradas dos recursos provenientes das transações financeiras.

Em governança corporativa, delimita-se o estudo no campo da Economia dos Custos de Transação (ECT), um ramo da Nova Economia Institucional (NEI), que analisa quais são os custos *ex-ante* e *ex-post* existentes pela possibilidade de que os elementos acordados não ocorram.

Assim, esta tese tem por objetivo apresentar uma aplicação da Economia dos Custos de Transação (ECT) como uma ferramenta de interpretação teórica da coordenação da Administração Financeira do caixa das empresas, considerando a firma como sendo um complexo de contratos.

Ao final, apresenta-se as devidas conclusões do inter relacionamento destas teorias, caixa e ECT, bem como sugestões de vários outros estudos que possam vir a surgir a partir desta tese.

ABSTRACT

The purpose of the present study is to present a specific and different approach through the junction of two theories related to corporate finances and to corporate governance.

In corporate finances, the cash administration models are analyzed due to the fact that all the money inputs and outputs are made through the firm's cash account.

In corporate governance, the Transaction Costs Economy (TCE) which is a branch of the New Institutional Economy (NIE), analyzes the *ex-ante* and *ex-post* costs that exists due to the possibility that the agreed elements don't occur.

Thus, this thesis goal is to present an application of the Transaction Costs Economy (TCE) as a tool to a theoretical interpretation of the coordination of the Finance Administration of the firm's cash account, considering the enterprise, a contract complex.

In the end, the conclusions to the inter relationship of these theories, the one of the cash account and the one of the TCE are presented, as well as suggestions of various other studies that may come true based on this one.

SUMÁRIO

	Pág.
Agradecimentos	i
Resumo	iii
Abstract	iv
Sumáriov
Lista de Figuras	viii
Lista de Quadros	viii
Lista de Esquemas	ix
Lista de Tabelas	ix
Capítulo 1. INTRODUÇÃO	1
1.1. Importância do Tema e Problema de Pesquisa.....	1
1.2. Objetivo do Estudo.....	7
1.3. Justificativa do Estudo.....	8
1.4. Delimitação da Pesquisa.....	9
1.5. Questões de Pesquisa.....	15
1.6. Metodologia de Pesquisa.....	16
1.7. Organização do Texto.....	18
Capítulo 2. A NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL.....	20
2.1. Introdução	20
2.2. Os Conceitos sobre a Firma segundo Ronald Coase	21
2.3. Os Conceitos de Custos de Transação	24

Capítulo 3. A ECONOMIA DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO	37
3.1. Introdução	37
3.2. Pressupostos Comportamentais	39
3.3. As Dimensões das Transações.....	43
3.4. Tipos de Contratos.....	54
3.5. Formas Resultantes de Governança	56
Capítulo 4. MODELOS PARA A ESCOLHA DE ESTRUTURAS DE GOVERNANÇA ALTERNATIVAS.....	74
4.1. Introdução.....	74
4.2. O Modelo Heurístico	77
4.3. O Modelo da Forma Analítica Reduzida	83
4.4. O Modelo Integrado	92
Capítulo 5. PROPOSTA DA APLICAÇÃO DA ECONOMIA DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO NA ADMINISTRAÇÃO FINANCEIRA DO CAIXA.....	99
Capítulo 6. O USO DA ECONOMIA DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO EM MODELOS DE ADMINISTRAÇÃO DE CAIXA.....	113
6.1. Introdução.....	113
6.2. O Modelo de Ross.....	115
6.2.1. Proposta do Modelo de Ross sob a Concepção do Modelo Heurístico.....	117
6.2.2. Proposta do Modelo de Ross sob a Concepção do Modelo Integrado.....	124

6.3. O Modelo de Baumol.....	127
6.3.1. Proposta do Modelo de Baumol sob a Concepção do Modelo Integrado.....	131
6.4. O Modelo de Beranek.....	133
6.5. O Modelo de Miller-Orr.....	136
6.5.1. Proposta do Modelo de Miller-Orr sob a Ótica da ECT....	140
6.6. O Modelo de Stone.....	143
Capítulo 7. CONCLUSÕES E SUGESTÕES DE DIRECIONAMENTOS FUTUROS.....	147
7.1. Conclusões.....	147
7.2. Sugestões de Direcionamentos Futuros.....	153
BIBLIOGRAFIA.....	162

LISTA DE FIGURAS

Figura 1.1 - O Mapa Cognitivo do Contrato.....	11
Figura 3.1 - Esquema da Indução das Formas de Governança	39
Figura 3.2 - Distinções de Custo.....	45
Figura 3.3 - Formas Eficientes de Governança.....	53
Figura 4.1 - Modelo Heurístico.....	81
Figura 4.2 - Custo de Governança (\$) como Função da Especificidade de Ativos (k).....	84
Figura 4.3 - Níveis Ótimos de Produção.....	95
Figura 4.4 - Lucro em Relação à Especificidade dos Ativos.....	96
Figura 5.1 - Diagrama Esquemático do Fluxo de Caixa de uma Firma	104
Figura 5.2 - Modelo da Tese: Proposta da Aplicação da ECT na Administração Financeira do Caixa.....	112
Figura 6.1 - Custos de Manutenção de Saldos de Caixa.....	117
Figura 6.2 - Padrões Tempo de Saldos de Caixa para o Modelo de Baumol.....	129
Figura 6.3 - Custos e Receitas versus Número de Transações para o Modelo de Baumol...	130
Figura 6.4 - Padrão Tempo do Fluxo de Caixa para o Modelo de Beranek.....	135
Figura 6.5 - O Modelo Miller-Orr.....	139
Figura 6.6 - Limites Controle para o Modelo de Stone.....	143

LISTA DE QUADROS

Quadro 2.1 - Conceitos de Custos de Transação.....	34
Quadro 3.1 - Transações Ilustrativas.....	51
Quadro 3.2 - Possíveis Vantagens (benefícios) da Integração Vertical.....	70
Quadro 3.3 - Desvantagens (custos) da Integração Vertical.....	71
Quadro 3.4 - Relações entre Formas de Coordenação e Características das Transações.....	72
Quadro 5.1 - Atributos das Transações em Relação às Estruturas de Governança.....	106

LISTA DE ESQUEMAS

Esquema 2.1 - Fluxo Simplificado do Produto no Sistema.....	32
Esquema 2.2 - (Transação T1): Estratégia na Obtenção do Insumo.....	33
Esquema 2.3 - (Transação T2): Estratégia de Venda / Distribuição do Produto.....	33

LISTA DE TABELAS

Tabela 4.1 - Atributos Distintos de Estruturas de Governança de Mercado, Híbrida e Hierárquica	76
Tabela 4.2 - Probabilidade de Adaptação (i) dada a Condição de Especificidade do Ativo(k).....	89
Tabela 4.3 - Eficácia dos modos de Governança em Função do Tipo de Adaptação	90
Tabela 4.4 - Custos de Não Adaptação das Estruturas de Governança	92
Tabela 5.1 - Características de Algumas Estratégias de Hedging para Riscos na Previsão de Caixa.....	109
Tabela 6.1 - Padrões Tempo de Fluxo de Caixa Assumidos nos Quatro Modelos de Investimento.....	146

CAPÍTULO 1

INTRODUÇÃO

"A pesquisa científica exige criatividade, disciplina, organização e modéstia, baseando-se no confronto permanente entre o possível e o impossível, entre o conhecimento e a ignorância."
Mirian Goldenberg

1.1. Importância do Tema e Problema de Pesquisa

Os processos que envolvem as decisões financeiras em organizações com fins lucrativos e as conseqüentes diretrizes implementadas pelos gestores abrangem os princípios pelos quais os benefícios adicionais a serem obtidos devem superar os custos adicionais provenientes das ações necessárias para se obterem os resultados desejados. Desta forma, o objetivo de valorização da empresa é alcançado quando as decisões tomadas pelos gestores conduzem a um saldo líquido de ganhos, no qual a análise marginal implica avaliação dos benefícios marginais que superam os custos marginais procedentes das transações.

Considerando que a área de finanças envolve o estudo básico dessa questão - benefícios marginais *versus* custos marginais - no ambiente em que as transações ocorrem, a tarefa principal do administrador financeiro constitui em criar valor para a empresa, a partir da coordenação eficaz das atividades relacionadas ao fluxo dos recursos financeiros.

Para Ross (1995: 28), os administradores financeiros criam valor de duas formas:

“1. A empresa deve procurar comprar ativos que gerem mais dinheiro do que custam.

2. A empresa deve vender obrigações, ações e outros instrumentos financeiros que gerem mais dinheiro do que custam.

Assim, a empresa deve gerar um fluxo de caixa maior do que o volume de recursos utilizados.”

Relacionada a esse contexto de decisões financeiras, visando a alcançar o objetivo da maximização do valor de mercado das empresas, surgiu a Nova Economia Institucional (NEI). A NEI, em contraposição à Economia Clássica, que considera a empresa como uma unidade produtiva geradora de custos de produção, adota uma visão contratual da firma ao considerá-la como sendo um complexo de contratos que intrinsecamente não conseguem englobar todas as características relevantes das transações. Sob a ótica desta teoria, os contratos por natureza são incompletos favorecendo a ação aética¹ dos oportunistas².

Entretanto, a NEI não ignora a existência dos custos de produção, ao contrário, considera que a firma possui outros custos além dos custos de produção, os custos de transação. Assim, surgiu a Economia dos Custos de Transação (ECT), um ramo da Nova Economia Institucional, que estuda os custos de coletar informações, os custos de negociação, os custos do estabelecimento dos contratos e como os agentes transacionais protegem-se da possibilidade de os elementos acordados não ocorrerem. A redução desses riscos implica minimização dos custos de transação representando um elemento de eficiência na concorrência entre as firmas.

¹ Ação aética é aquela que fere a conduta humana.

² A conduta oportunista das pessoas relaciona-se à incompletude contratual. Por este motivo, as partes envolvidas em uma transação devem se preocupar em conceber estruturas que amenizarão os problemas das adaptações contratuais.

Existem objetivos comuns entre as diversas áreas que envolvem o ambiente organizacional, como a Economia e a Administração Financeira. Um dos intuitos destas áreas se relaciona ao estudo do processo decisório das empresas em relação a quanto se obter de recursos financeiros, como obtê-los, aonde obtê-los, a que custo e como aplicar da maneira mais eficiente e eficaz possível os recursos obtidos, objetivos que, ao serem perseguidos de forma harmônica, resultam em melhores processos produtivos. O desafio da tese representa, justamente, convergir ações destas áreas, Economia (NEI) e Administração Financeira, para que esta convergência gere maior valor ao negócio. Seja qual for o papel das mesmas em se obter os maiores resultados possíveis, o empenho de esforços através das pesquisas teóricas ou empíricas deve ser orientado em busca da criação de valor.

Em mercados cada vez mais competitivos e globalizados, ter instrumentos de gestão financeira eficazes se torna fundamental para a perpetuação da empresa. Entretanto, os sistemas atuais de gestão financeira desconsideram a existência dos custos de transação gerando um resultado irreal que, fatalmente, acarreta decisões que não conseguem refletir o que acontece de fato dentro das empresas.

Isto ocorre porque os economistas clássicos haviam definido a economia como um sistema sem riscos que sempre produzia resultados ótimos. A racionalidade humana é plena e tal economia jamais sofreria do desemprego involuntário ou de lucros desapontadores, exceto talvez durante breves períodos de ajuste.

Assim, a instigação desta pesquisa se deu pelo fato de a NEI pretender estudar teórica e empiricamente um mundo totalmente inverso e real. Neste mundo, os seres humanos são racionais mais limitados, e a economia, como um todo, é um sistema absorvido por um ambiente de riscos e de incertezas.

Antes que o objetivo da tese seja delineado, o primeiro passo será o de delimitar coerentemente o problema de pesquisa, visto que a possibilidade de desenvolvimento da investigação científica se dá a partir da formulação do tópico a ser pesquisado.

Haja visto que, muitas vezes, o pesquisador não consegue romper os limites dos seus pensamentos gerando pesquisas enviesadas e que pouco contribuem para a sociedade.

Segundo Selltiz et alii (1975 : 39):

"Na ciência social, como em qualquer domínio, os hábitos de pensamento podem interferir na descoberta do novo e inesperado, a não ser que a observação direta e preliminar, a leitura e a discussão sejam conduzidas com uma disposição crítica, de curiosidade e de imaginação".

A curiosidade geradora desta tese se deu justamente a partir do momento em que se percebeu a vastidão e a importância dos conceitos desenvolvidos pela NEI, conceitos que, embora ainda não colocados numa linguagem única pelos pesquisadores, instigam a procura do novo e do inesperado em função do ambiente financeiro, cujas decisões envolvem basicamente três segmentos: Administração do Capital de Giro, Orçamento de Capital e Estrutura de Capital.

As decisões da Administração do Capital de Giro envolvem a gestão dos recursos financeiros de curto prazo, ativos e passivos circulantes. Ao tomar estas decisões, o administrador deve considerar uma série de custos financeiros, como por exemplo, o custo de oportunidade de manter caixa, aplicações financeiras, duplicatas a receber, estoques e assim por diante.

As decisões de Orçamento de Capital se relacionam ao planejamento e à gestão dos investimentos realizados no ativo permanente da empresa. Nesse caso, o administrador financeiro deve procurar identificar as oportunidades de investimento de capital que possuem valor superior ao custo de aquisição do projeto. O valor do fluxo de caixa, gerado pelos

projetos de investimento, deve superar o seu custo, sendo que a magnitude do projeto (o custo do investimento a ser realizado), a sua distribuição temporal (quando se espera recebê-lo) e o risco (a probabilidade de que seja recebido) dos fluxos de caixa futuros são a essência dos projetos de investimento de capital.

As decisões de Estrutura de Capital representam o modo pelo qual a empresa obtém o financiamento necessário para sustentar os projetos de investimento de capital, sendo este financiamento obtido ou por recursos de terceiros ou por recursos próprios. Portanto, deve-se determinar tanto o custo dos recursos de terceiros, quanto os custos dos recursos próprios alocados na firma pelos seus proprietários.

Nestes três campos de decisão, como pode ser notado, são considerados apenas os custos financeiros de conduzir o fluxo de recursos. Este fluxo de recursos possui como fonte de sustentação a conta caixa. É pelo caixa da empresa que ocorrem todas as saídas e entradas dos recursos provenientes das transações. Sendo os custos das transações de caixa muitas vezes desconsiderados e pouco citados pelos estudiosos de finanças.

No mundo real da administração financeira das organizações não ocorre o fato de os custos de transação serem fixos ou inexistentes. Ao contrário, ao se considerar a empresa sob a ótica da Nova Economia Institucional, os custos de transação não são fixos, nem ao menos inexistentes.

Neste ambiente de custos de transação existentes, Williamson (1985) salienta que algumas condições podem propiciar que uma das partes envolvidas em um contrato se beneficie desigualmente no estabelecimento de acordos contratuais, sendo um dos principais motivos, uma das partes dispor de um volume maior de informações do que a outra.

De acordo com Zylberstajn (1996 :1065):

“A incompletude dos contratos resulta, por um lado, do conceito de racionalidade limitada, segundo o qual existem informações não

acessíveis ao tomador de decisões em uma transação. Por outro lado, a incompletude pode resultar, não da inacessibilidade da informação por si, mas do elevado custo da informação necessária para preencher alguma lacuna contratual."

Segundo Williamson (1985), a economia dos custos de transação coloca a questão da organização econômica como um problema de contratação, sendo que os custos envolvidos nas diferentes transações podem ser divididos em duas espécies, os *ex-ante* e os *ex-post*. Os incorridos anteriormente às transações, os *ex-ante*, referem-se aos custos necessários à coleta de informações, à negociação, à redação do contrato e à elaboração de salvaguardas contratuais de forma a minimizar eventuais lacunas e possível busca do alto interesse por parte dos agentes envolvidos. Os custos *ex-post*, os posteriores, relacionam-se aos possíveis custos de adaptações às cláusulas inicialmente acordadas, aos custos dos ajustes a estas adaptações, aos custos de estabelecimento e administração associados às estruturas de governança³ e, até mesmo, aos custos de rompimento contratual devido às falhas, aos erros ou ao interesse próprio de uma das partes.

Considerando a importância dos custos de transação, que estão intimamente relacionados com a Administração Financeira das transações do caixa das organizações, e considerando a inexistência da aplicação teórica dos custos de transação na administração financeira dos fluxos de recursos,

- Como a Economia dos Custos de Transação (ECT) pode prover um modelo teórico para o estudo dos fluxos dos Recursos Financeiros, especificamente, relacionados com o fluxo de caixa das organizações?

³ Estrutura de Governança é aquela estrutura organizacional que deverá ser modelada para impedir a conduta oportunista por alguma das partes envolvidas em uma transação específica.

Assim, como as organizações atuais ainda não incorporam o conceito de Custos de Transação para a condução, a análise e a determinação das suas diretrizes e políticas financeiras, a agregação de conceitos desenvolvidos pela Economia dos Custos de Transação na administração dos fluxos de caixa tem o propósito de dar um passo além, ao incorporar na teoria financeira existente, a idéia de que os custos de transação existem e que são diferentes de zero.

1.2. Objetivo do Estudo

Sendo os custos de transação existentes, faz-se necessária a detecção dos mesmos e a conseqüente busca de mecanismos que os reduzam, desde que os custos destes mecanismos não superem o benefício da redução, apesar de considerar muita pretensão inter-relacionar a ECT com toda a teoria financeira.

Por isso, o objetivo deste estudo será o de apresentar uma aplicação da Economia dos Custos de Transação (ECT) como uma ferramenta de interpretação teórica da coordenação eficaz da Administração Financeira do caixa das empresas, considerando a firma como um complexo de contratos. Esta proposta de cunho genérico reflete a aplicação direta da ECT à teoria da Administração Financeira, tal como desenvolvida e sugerida por Williamson (1983, 1985, 1986, 1991, 1993, 1996), mesmo porque os dirigentes das organizações regularmente extrapolam as suas decisões do passado para o futuro, mas com freqüência deixam de reconhecer quando as condições (como por exemplo de rentabilidade) estão começando a mudar de mal para melhor ou de melhor para pior.

1.3. Justificativa do Estudo

A constante preocupação em descobrir formas eficazes e eficientes de obter e alocar os recursos financeiros entre as empresas, conduz à busca do desenvolvimento de trabalhos teóricos e empíricos que forneçam subsídios para o processo de tomada de decisões, principalmente, dentro das organizações de negócios.

Neste contexto, a teoria de finanças desenvolveu e tem desenvolvido os seus conceitos apoiada na teoria econômica clássica. Sob a ótica do tradicionalismo econômico vigente, a empresa, ao produzir bens e serviços demandados pelo mercado, deve obter lucro para sobreviver e crescer, sendo vista sob a visão tradicional, sob curvas de demanda, oferta, funções de utilidade e cestas de produtos, enfim, constituindo uma unidade produtiva que gera custos de produção ao estimular suas unidades produtivas para frente, através de seu produto, e para trás, através de suas compras de insumo.

Ao contrário da visão tradicional, esta tese se justifica pela contribuição que pretende fornecer ao propor o rompimento desta miopia teórica existente, não considerando a empresa somente como uma unidade produtiva que gera custos de produção mas, agregando a estes custos de produção os custos de transação, que foram sucumbidos pela inércia da inexistência, na formulação de toda a teoria econômica atual.

Assim, a principal justificativa da realização desta pesquisa fundamenta-se pela inexistência e pela necessidade do inter-relacionamento da área de finanças com a ECT.

1.4. Delimitação da Pesquisa

Para delimitar com coerência o segmento em que esta pesquisa se insere, considerar-se-ão os seguintes itens:

- a visão da empresa como sendo um "nexo de contratos";
- a existência de custos de transação além dos custos de produção. Os custos totais da empresa são compostos pela somatória dos custos de produção e custos de transação;
- a abordagem organizacional financeira basear-se-á nos propósitos da eficiência, ao invés do monopólio.

A figura 1.1 de Williamson (1985:24), a seguir, posiciona claramente os propósitos da eficiência e do monopólio como sendo linhas de análises contratuais distintas.

No lado do monopólio, as quatro abordagens para a análise contratual (Alavancagem, Discriminação de Preços, Barreira de Entrada e Comportamento Estratégico) são agrupadas em duas partes. A primeira parte examina os clientes e as restrições territoriais quanto à manutenção do preço de revenda, à negociação exclusiva, à integração vertical, e assim por diante, em relação aos compradores. A segunda parte está preocupada com o impacto de tais práticas considerando os concorrentes (ou rivais).

A teoria da "alavancagem" do contrato e a interpretação de preços de contratos não padronizados se centralizam ambas nos compradores. Na teoria da "alavancagem" o poder original do monopólio pode ser estendido às práticas contratuais não padronizadas que acompanham esta extensão. Já a abordagem da discriminação do preço para contratos não padronizados mantém a idéia de que o poder do monopólio original é imutável, sendo a discriminação dos preços meramente uma maneira pela qual o poder latente dos monopólios é realizado.

No lado dos concorrentes (ou rivais), as outras duas abordagens contratuais não padronizadas examinam o aumento do poder do monopólio das firmas grandes em relação às firmas pequenas, consideradas como rivais potenciais.

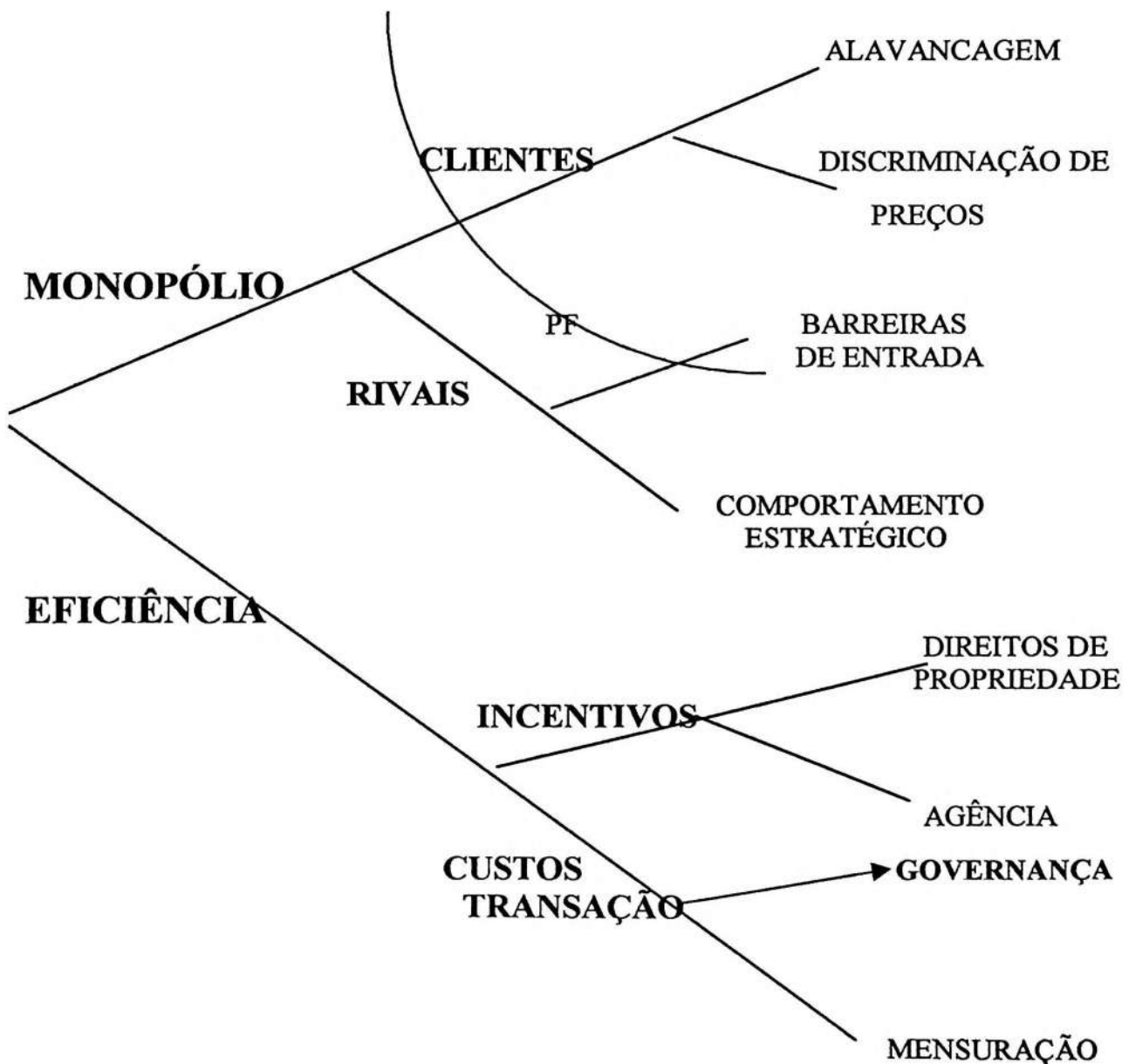
A abordagem do monopólio para a observação dos contratos se baseia na análise da estrutura econômica neoclássica, na qual a firma é considerada como uma função produção. Entretanto, a última ramificação da figura 1.1, a do Comportamento Estratégico (no lado do monopólio) está mais intimamente associada ao conceito de Estruturas de Governança, isto porque a curva denominada de PF (*production function*) separa a parte superior, na qual as abordagens se preocupam com a função produção, da parte inferior que já adota concepções estratégicas do contrato.

No lado da eficiência do contrato se desenvolve todo o arcabouço teórico da Nova Economia Institucional. Por um lado, centra-se nas abordagens, cujos incentivos são enfatizados ao se considerar a análise *ex-ante* do contrato (abordagens dos Direitos de Propriedade e Teoria de Agência) e, por outro, a preocupação principal recai nos custos de transação na análise, estruturação, acompanhamento e controle das estruturas contratuais, abordagens das Estruturas de Governança e Mensuração.

A abordagem dos Direitos de Propriedade considera como principais representantes os autores Ronald Coase (1960), Armen Alchian (1961;1965) e Harold Demsetz (1967;1969). O Direito de Propriedade de um ativo toma três partes: o direito para usar o ativo, o direito para apropriar os retornos de um ativo, o direito para mudar a forma e a substância de um ativo (Furubotn & Pejovich, 1974, p. 4. In: Williamson, 1985:27). Se os direitos de propriedade estiverem corretos, a utilização dos ativos deverá ser de acordo com o propósito de seus proprietários, daí a diferenciação da literatura do monopólio do contrato em relação à literatura dos direitos de propriedade. Enquanto o lado do monopólio do contrato interpreta formas não padronizadas de mercado tendo como base o efeito do monopólio, o lado dos

direitos de propriedade salienta que, se os direitos de propriedade estão incorretos, ocorre a má alocação dos recursos, conseqüentemente, gerando as irregularidades contratuais.

FIGURA 1.1. O MAPA COGNITIVO DO CONTRATO



Fonte: Oliver Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism*, Free Press, London, 1985, p.24.

Leonid Hurwicz (1972;1973), Michael Spence e Richard Zeckhauser (1971), Stephen Ross(1973), Michael Jensen & Willian Meckling (1976) e James Mirrlees (1976) desenvolveram diversos trabalhos relacionados com a Teoria de Agência (*Agency Theory*).

A teoria de agência se caracteriza pela existência de duas partes: os principais (proprietários) da empresa e os agentes (os administradores), onde os principais incorrem no risco de nem sempre os agentes agirem de modo a maximizar os interesses da empresa, e, sim, em seus próprios interesses.

Para Jensen & Meckling (1976:308), a questão do *agency* caracteriza-se como sendo:

"Um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o principal) contratam outra pessoa (o agente) para realizar algum serviço de seu interesse, que envolve a delegação de autoridade na tomada de decisão para o agente. Se ambas as partes do relacionamento são maximizadoras de utilidade, existem boas razões para acreditar que o agente nem sempre agirá de acordo com os interesses do principal."

Nesse caso, os conflitos de *agency* para serem reduzidos ou minimizados geram custos, tais como:

- Custos de Controle e Monitoramento - auditorias e outras medidas de controle internas da empresa;
- Custos de Cobertura de Seguro - seguros (proteção) contra atos desonestos dos agentes;
- Custos de Oportunidade - custo de perder ou deixar de aproveitar outras oportunidades;
- Custos de Estruturação - criação de planos internos da organização que minimizem o problema do *agency*:
 - Plano de Incentivos - vincular salários da administração com a maximização do preço da ação;

- Plano de Desempenho - criar parâmetros que determinem o desempenho dos executivos, como análise do Lucro por Ação (LPA), Retorno sobre o Investimento (ROI) e assim por diante.

A literatura de agência é tratada matematicamente por Jensen & Meckling (1976: 313-323), que consideram dois grupos de suposições: suposições permanentes e suposições temporárias, atreladas com o alinhamento dos termos contratuais no estágio *ex-ante*. Suposições permanentes se dão quando todos os impostos são zero; não há crédito comercial disponível; todas as parcelas de capital externos não são votantes; as obrigações financeiras complexas como *bonds*⁴ conversíveis, ações preferenciais ou *warrants*⁵ não podem ser emitidos; proprietários externos não possuem direitos de propriedade em uma firma, a não ser através do efeito da sua riqueza no fluxo de caixa; todos os aspectos dinâmicos da natureza multiperíódica do problema são ignorados por assumir a existência de somente uma decisão de financiamento-produção a ser tomada pelo empreendedor; os salários do administrador-empendedor são mantidos constantes através da análise; existe um único administrador com interesse de propriedade na firma. Já as suposições temporárias ocorrem quando o tamanho da firma é fixo; não é possível o monitoramento das obrigações; o financiamento de dívidas através de obrigações, ações preferenciais ou empréstimos pessoais (segurado ou não) não é possível; todos os problemas de decisão do administrador-proprietário envolvendo considerações do portfólio induzidos pela presença da incerteza e a existência do risco diversificável são ignorados.

⁴ *BOND* - Obrigação, título de dívida. Qualquer título de dívida pública ou privada subscrito e negociado com desconto, que rende juros e obriga a emitente a pagar, geralmente a intervalos especificados, um determinado montante ao detentor da obrigação, e a reembolsar o principal do empréstimo na data do vencimento.

⁵ *WARRANTS* (*bônus de subscrição*) - Tipo de valor mobiliário, em geral emitido juntamente com uma obrigação (*BOND*), ou ação preferencial, conferindo ao detentor o direito de comprar uma quantidade proporcional de ações ordinárias, por um período de vários anos ou indefinidamente, a um preço especificado, geralmente superior ao preço de mercado na ocasião da emissão; conhecido simplesmente como *warrant*.

Jensen (1983:334-35) In: Williamson (1985:27) considera que a literatura de agência possui também um lado positivista, no qual a intensidade do capital, o grau de especialização dos ativos, os custos de informação, os mercados de capitais e os mercados de trabalho internos e externos são exemplos de fatores no ambiente contratual que interagem com os custos de várias práticas e monitoramentos para determinar as formas contratuais.

A literatura dos Custos de Transação (inserida também na linha da eficiência) se divide entre o lado da governança e o lado da medição, porém o diferencial básico deste segmento de estudo comparado à Teoria dos Direitos de Propriedade e à Teoria de Agência é com relação ao fato de que a Teoria dos Custos de Transação considera não somente os custos *ex-ante*, como também, os custos *ex-post* provenientes das relações contratuais.

A Teoria dos Custos de Transação, que trata o lado da governança (como em destaque na figura 1.1), constitui a estrutura literária básica para o desenvolvimento desta tese.

Delimita-se o uso da ECT como modelo teórico para o desenvolvimento da pesquisa, com o intuito de se estudar como os agentes transacionais relacionados à administração financeira do caixa geram custos de transação *ex-ante e ex-post* a serem verificados, em vistas de se maximizar o valor de mercado da organização através de mecanismos de governança⁶ eficientes.

Finalmente, a última ramificação da figura 1.1, o lado da mensuração da ECT, trata o desempenho e a ambigüidade dos atributos associados com o fornecimento de um bem ou serviço. Exemplos são discutidos por diversos autores, entre eles, Williamson (1985:29) cita:

⁶ De acordo com Azevedo (1996:220), mecanismo de governança é o aspecto funcional de uma forma organizacional, ressaltando-se o seu papel de governar uma determinada transação.

Alchian & Demsetz (1972) que mostram a não separabilidade tecnológica; Willian Ouchi (1980) que relaciona esta teoria no contexto da organização do trabalho e Yoram Barzel (1982) que a insere na análise da organização de mercados.

1.5. Questões de Pesquisa

De acordo com Abramo (1974:37), a formulação das questões de pesquisa/hipóteses é a elaboração formal, prévia e antecipada, da principal resposta da pesquisa, condicionada à sua verificação no decorrer do trabalho.

Assim, o delineamento do presente estudo tem como propósito verificar as seguintes questões:

- A Economia dos Custos de Transação pode ser aplicada à Administração Financeira?
- Tanto as entradas dos recursos (contas a receber, empréstimos bancários, recursos próprios, recursos de terceiros, vendas de ativos fixos, e outros), como as saídas de recursos (pagamentos a fornecedores, pagamentos de salários, juros, dividendos e impostos, pagamentos de arrendamento mercantil e aquisição de ativos fixos, e outros) do fluxo de caixa de uma empresa apresentam custos de transações?
- Existem custos causados pelo rompimento oportunístico dos contratos ligados à administração financeira do fluxo de caixa?
- Existem custos de adaptações a serem realizadas nas transações que envolvem o fluxo de recursos financeiros quando as negociações apresentam desvios do acordo original?

- Existem custos de estabelecimento e administração associados às estruturas de governança das empresas?

1.6. Metodologia de Pesquisa

Em termos da metodologia a ser utilizada e ao se observar o problema de pesquisa formulado, de acordo com a Seltiz et alii (1975 : 59), o presente estudo é do tipo formulador ou exploratório, pois busca: *"familiarizar-se com o fenômeno ou conseguir nova compreensão deste, freqüentemente para poder formular um problema mais preciso de pesquisa ou criar novas hipóteses"*.

A Nova Economia Institucional (NEI), especificamente a ECT, é um segmento muito recente que está sendo desenvolvido por diversos pesquisadores, em especial pelo professor Oliver Williamson. Embora o trabalho inicial seja de 1937, do professor Coase, ele ficou sucumbido e obscurecido por décadas em detrimento da Teoria Econômica Clássica, e, somente a partir da década de 70 diversos outros trabalhos começaram a surgir no contexto mundial.

Assim, os estudos formuladores ou exploratórios se caracterizam pela busca de idéias e intuições, de modo que o planejamento da pesquisa seja suficientemente flexível para permitir a consideração de outros aspectos que irão agregar valor à pesquisa ora desenvolvida. Tal parecer é corroborado por Seltiz et alii, 1975:60 ao enfatizarem que os estudos formuladores ou exploratórios possuem as seguintes funções destacadas a seguir nas páginas 16 a 18:

"Aumentar o conhecimento do pesquisador acerca do fenômeno que deseja investigar em estudo posterior, mais estruturado, ou da situação em que pretende realizar tal estudo".

Ao se definir o interesse por esta pesquisa, objetivou-se procurar e fornecer um ingrediente ora inexistente, com a finalidade de investigar novos rumos para a teoria financeira, ingrediente lançado pela Nova Economia Institucional através de suas várias ramificações, em especial, a Economia dos Custos de Transação. Dada esta nova linha de pensamento econômico, apesar de problemas com a definição concreta dos seus conceitos, a livre opção caracteriza o seu núcleo trazendo à humanidade um acesso sem precedentes a novas formas de gestão financeira empresarial.

"O esclarecimento de conceitos".

Os conceitos estruturados pela NEI são muito recentes, tendo início o desenvolvimento mais criterioso a partir da década de 80 com os trabalhos de Oliver Williamson (1983, 1985, 1991, 1993 etc.) e, por isso mesmo, devem ser questionados e apurados para que possam compor a nova estrutura conceitual do sistema econômico. Para tanto, o método científico a ser utilizado será a busca da sistematização de informações fragmentadas sobre a NEI, com o propósito de apresentá-las com objetividade.

"O estabelecimento de prioridades para futuras pesquisas".

Nesse caso, basta verificar que toda a teoria econômica que se ensina nas escolas, universidades e faculdades se baseia em um mercado perfeito, cujos custos de transação são inexistentes. Estabelecer prioridades significa alinhar as diversas linhas de pensamento que estão surgindo em termos de mundo através de seminários, reuniões científicas, congressos etc. Libertar-se de uma base teórica passada não significa, necessariamente, se tornar escravo de uma nova teoria. Ao contrário, a busca de soluções para os problemas das empresas deve ser um processo dinâmico e flexível, ao invés de implacável, restritivo e arbitrário.

"A obtenção de informação sobre possibilidades práticas de realização de pesquisas em situação da vida real".

A busca do *insight* inicial que agrega custos de transação aos custos financeiros de caixa constitui a proposta básica deste estudo, porém, a teoria existe para dar suporte às decisões que precisam ser tomadas no mundo real.

Em condições reais, a pesquisa exploratória se faz necessária para a obtenção da experiência que auxilie a formulação de questões de pesquisa mais significativas, a caminho de uma investigação mais precisa. Por este motivo, uma proposta para pesquisas posteriores seria a realização de pesquisas empíricas dentro das diversas estruturas organizacionais existentes.

Por fim, como Selltitz et alii (1975 : 61) ressaltam:

"Às vezes, existe uma tendência para subestimar a importância de pesquisa exploratória e considerar como 'científico' apenas o trabalho experimental. No entanto, para que o trabalho experimental tenha valor teórico ou social, precisa ser significativo para questões mais amplas que as propostas no experimento. Essa significação só pode resultar de exploração adequada das dimensões do problema que a pesquisa tenta estudar."

1.7. Organização do Texto

Como se pode observar, além do primeiro, o texto será composto de seis capítulos. No segundo capítulo apresentar-se-á a Nova Economia Institucional desde a sua criação, os seus princípios básicos até os seus principais pesquisadores.

O terceiro capítulo discutirá especificamente a Economia dos Custos de Transação: os pressupostos comportamentais, as dimensões das transações, os tipos de contratos e as formas resultantes de governança.

O quarto capítulo apresentará três modelos para a escolha de estruturas de governança alternativas: o modelo Heurístico, o modelo da Forma Analítica Reduzida e o modelo Integrado.

O quinto capítulo apresentará a proposta principal da tese, que consiste na aplicação dos moldes discutidos da ECT na gestão financeira do caixa das organizações. Entretanto, causa certa estranheza quando apenas no quinto capítulo se apresenta o modelo de pesquisa, fato que se justifica por não haver até o momento um claro entendimento dos propósitos da ECT e, sim, uma imensa curiosidade de como adentrar nessa nova linha de pensamento científico.

O sexto capítulo tem o propósito de marcar o inter-relacionamento da ECT com a teoria de finanças, propondo-se, assim, diversos modelos de administração financeira do caixa sob a ótica da ECT.

Finalmente, apresentar-se-ão no capítulo sete as devidas conclusões da tese, bem como sugestões para futuras pesquisas que possam diminuir ainda mais o vácuo literário existente entre a NEI e outras teorias.

CAPÍTULO 2

A NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL

*"O que os economistas têm desenvolvido constitui em uma matéria separada dos outros campos: na verdade, visto que o homem não é o único animal que escolhe, é esperado que a mesma abordagem possa ser aplicada para o rato, o gato e polvos; todos estão sem dúvida engajados na maximização da sua utilidade do mesmo modo que faz o homem."
Coase*

2.1. Introdução

O delineamento da teoria da Nova Economia Institucional (NEI) iniciou-se com o Professor Ronald Coase em 1937, que questionou o tradicionalismo da economia vigente, ao salientar que existem custos associados ao funcionamento do sistema de preços. Entretanto, seu trabalho ficou submerso por décadas e somente em 1991 o Professor teórico revolucionário, cujos conceitos sobre a firma compõem o contexto no segundo item deste capítulo, foi agraciado com o prêmio Nobel em Ciências Econômicas.

A Economia dos Custos de Transação (ECT/ramo da NEI) estuda como os agentes transacionais protegem-se da possibilidade de que os elementos acordados nos contratos não ocorram. Estes custos de transação mencionados pelo Professor Coase, mas não

operacionalizados, tornaram-se alvo de amplos estudos, como de Arrow (1969), Williamson (1985,1991,1993), Cheung (1990), Milgrom & Roberts (1990, 1992), North (1994) e de vários outros autores que buscaram (e buscam) conceituar, mensurar, aplicar, além de obter formas de reduzir estes custos em prol da eficiência organizacional. O terceiro item deste capítulo apresenta conceitos de custos de transação de diversos autores, visando a analisar e a caracterizar a unidade básica das organizações, a transação.

2.2. Os Conceitos sobre a Firma segundo Ronald Coase

Ronald Coase, em seu artigo de 1937 "*A Natureza da Firma*", abriu uma nova fronteira do pensamento com relação à organização econômica, o que, sem dúvida, representou a base inicial para o desenvolvimento da NEI.

O interesse de Coase recai na parte da teoria econômica que trata as firmas, indústrias e mercados que usam o chamado "Valor de Distribuição" ou o que se chama de "Teoria do Preço" ou "Microeconomia". Até então, a análise da firma era relegada apenas à compreensão e funcionamento do mercado.

Para Coase (1988:1), os economistas estudam a escolha dos consumidores sobre decidir bens e serviços a comprar, sendo tal decisão determinada pela renda e pelo preço dos produtos a serem comprados. Os economistas também estudam que fatores de produção usar e que produtos e serviços fazer e vender e em que quantidades, dados os preços dos fatores, a demanda para o produto final e a relação entre a produção e os montantes dos fatores empregados. A análise se faz conjunta devido à suposição de que os consumidores visam a maximizar sua utilidade, bem como a maximizar seu lucro ou sua renda líquida, ou seja, a concentração na determinação do preço limita a visão real do sistema econômico ao negligenciar os outros aspectos existentes (como por exemplo, a influência dos fatores

externos, relacionamento com clientes e fornecedores etc). Para Coase (1991:714), Lionel Robbins (1932 :70) sugeriu que o ponto de vista da "organização" econômica é objetivo de acordos industriais ou agrícolas internos, baseando-se no relacionamento do preço e custo. Na realidade, esta parte da economia é chamada de Teoria do Preço ou Microeconomia, um ramo que se preocupa com a determinação dos preços de produção. Neste caso, a firma poderia ser vista como uma função de produção que se preocupa com as entradas dos insumos, sua transformação e saída dos produtos finais.

Segundo Coase (1988:3), o que os economistas têm desenvolvido constitui-se em uma matéria separada dos outros campos de pesquisa. A preocupação dos economistas com a lógica da escolha provoca efeitos sérios e adversos na economia, ou seja, ocorre uma separação entre a teoria e a prática em consequência de a teoria não ter consistência necessária para explicar a prática. Para Slater, (1980) conforme expresso por Coase (1988:3): *"a firma para os economistas é efetivamente definida como uma curva de custo e uma curva de demanda e a teoria é simplesmente a lógica do preço ótimo e da combinação de insumos."* Conseqüentemente, torna-se surpreendente a negligência das relações existentes no mercado e mais especificamente a clara desconsideração dos contratos que governam os processos de troca.

Não é propósito de Coase rejeitar a teoria econômica existente; ao contrário, ele incorpora a lógica da escolha e a sua ampla aplicabilidade ao empregar a teoria econômica para examinar o papel que a firma, o mercado e a lei desempenham no funcionamento do sistema econômico. Nesse caso, a firma não seria apenas um ente de produção, e sim, um local de interação interna e externa dos agentes econômicos com o mercado.

Para isso, Coase buscou mostrar a razão da firma e indicar o que determina os tipos de atividade por ela empreendidos, isto porque muitas questões como: por que as firmas existem,

o que determina o número de firmas, o que determina os insumos que as firmas compram e os produtos e serviços que elas vendem não são questões consideradas por muitos economistas.

Para explicar por que as firmas existem e que atividade elas empreendem, Coase (1937:6) estabeleceu a introdução do conceito de "*o custo de usar o mecanismo de preço*", "*o custo de realizar uma transação por meio da troca no mercado aberto*", ou "*custos de mercado*", o que mais tarde foi solidificado por Dahlman como sendo o conceito de custos de transação: "*a procura e a informação de custos, a negociação e a decisão de custos, o policiamento e o cumprimento dos custos*"- Carl J. Dahlman - The Problem of Externality , *The Journal of Law and Economics* 22, n.º. I, abril 1979, 148.

A teoria econômica atual ainda não incorporou o conceito de custos de transação para a condução, análise e determinação das diretrizes e políticas do sistema econômico.

Para Coase (1988:7), todos são afetados pela existência dos custos de transação:

"As pessoas negociam de acordo com o tipo de contrato registrado, o tipo de produto ou serviço fornecido, todos são afetados. Mas, talvez a adaptação mais importante para a existência dos custos de transação seja o surgimento da firma ... embora a produção possa ser realizada de uma maneira completamente descentralizada por meio de contratos entre indivíduos, o fato que os custos de transação para entrar nessas transações significa que a firma poderá surgir para organizar o que poderá de outro modo ser uma transação de mercado sempre que os seus custos forem menores do que os custos de realizar a transação através do mercado. O limite do tamanho da firma é o conjunto onde os custos de organizar uma transação torna-se igual aos custos de realizá-la através do mercado. Isto determina que a firma compra, produz e vende. Como o conceito de transação não é usualmente usado pelos economistas, não é surpreendente que a abordagem que o incorpora poderá encontrar dificuldades para aceitação. Nós compreenderemos melhor esta atitude se não considerarmos a firma, mas o mercado."

Na realidade, os mercados são instituições onde as trocas ocorrem e, neste ambiente de mercado, surgem os custos da realização das transações de troca. Para Coase (1988:9), os economistas tradicionais, como Adam Smith, falam das estruturas de mercado como sendo um número de firmas que buscam a diferenciação de produtos e serviços. A estrutura de mercado como instituição que facilita as trocas torna-se completamente ignorada.

O desenvolvimento da teoria de Coase se concentrou na análise da firma e do mercado, porém este autor salienta a desconsideração dos contratos que governam os processos de troca. *"Como estes contratos institucionais determinam o processo produtivo é que nós temos uma teoria muito incompleta. Se nós conhecermos mais sobre nossa própria economia, nós poderemos ter uma melhor posição para entendê-la."* Coase (1991: 714)

Assim, Coase (1988:31) sugeriu uma nova abordagem do Sistema Econômico, do mercado e das firmas:

"Para fazer isto não é necessário abandonar a teoria econômica padrão, mas a incorporação dos custos de transação dentro da análise, visto que muito do que acontece no sistema econômico é designado ou para reduzir os custos de transação ou para tornar possível que a sua existência seja evitada ... uma longa, árdua mas recompensante jornada está pela frente."

2.3. Os Conceitos de Custos de Transação

Afinal, o que são custos de transação? De acordo com Coase (1937; 1988;1991), os economistas tradicionais se preocupam apenas com os custos provenientes do processo produtivo.

Os limites das firmas demarcados além da produção deram origem a um dos *insights* fundamentais de Coase, possibilitando o nascimento e o desenvolvimento da NEI: os Custos de Transação.

Segundo Coase (1991:715), o sistema econômico está repleto de transações complexas que geram custos:

" Os custos de transação são os custos de coletar informações, os custos de negociação e os do estabelecimento de contratos. A existência destes custos implica os métodos alternativos a serem usados pela firma e que conduzam a função de coordenação a um baixo custo. "

Entretanto, este foi apenas um *insight* propulsor de todo este campo teórico que estava nascendo. Confuso, não facilmente observável e muito menos mensurável, exigiu a vinda de vários outros autores que buscassem um melhor detalhamento, explicação e verificação empírica do que vêm a ser estes custos, uma curiosidade que impulsionou a realização deste trabalho. Várias colocações de custos de transação serão detalhadas, porém, fica a idéia de como observar estes custos no fluxo de caixa de forma a maximizar o valor de mercado da empresa? Sendo estes Custos de Transação existentes e observados, como as empresas deverão administrá-los de modo a obter a sua minimização?

Para Coase (1991:716), a firma deverá buscar os melhores métodos alternativos de coordenação que minimizem estes custos, mas o que necessita ser coordenado? Como a coordenação é obtida no interior da firma? Quais são as alternativas para se estabelecer a coordenação entre as unidades? Quais os passos em conjunto do sistema mais apropriados? Assim, esta tese surge na busca de mecanismos de eficiência financeira decisória que respondam estas questões.

Milgrom & Roberts, In: Economics, Organization and Management, 1992 teceram diversas considerações sobre a firma que servirão como pontos básicos dos próximos itens de discussão deste tópico.

Para estes autores (1992:19), as "*organizações econômicas são entidades criadas dentro e através das quais pessoas interagem para obter objetivos econômicos coletivos e individuais.*" As organizações formais (corporações, associações, propriedades individuais, sindicatos, agências governamentais, universidades, igrejas etc.) possuem uma identidade legal independente que as capacita a estabelecerem contratos e a realizarem o seu cumprimento, porém esta capacidade de estabelecer contratos é crítica para a maioria das organizações. Quem primeiro sugeriu esta visão das organizações como sendo um nexo de contratos foi Alchian & Demsetz (1972:794): "*a essência da firma clássica é identificada aqui como uma estrutura contratual que surge como um meio para alcançar a eficiência da organização ...*"

Uma organização como sendo um **nexo de contratos** torna-se uma facção legal que estabelece contratos bilaterais entre si e seus fornecedores, trabalhadores, investidores, administradores, clientes etc. Além desta capacidade de as empresas estabelecerem contratos, torna-se visível a possibilidade de reformulá-los, redesenhá-los o que gera a necessidade da organização para arranjar e rearranjar os termos contratuais com coerência e baixos custos.

Para Milgrom & Roberts (1992:20):

"Embora os aspectos legais de uma organização sejam importantes, uma descrição completa da arquitetura organizacional envolve muito mais elementos, como: os padrões dos recursos e o fluxo de informações; o relacionamento de autoridade e controle e a distribuição efetiva do poder; a alocação das responsabilidades e os direitos de decisão; rotinas organizacionais e o processo de tomada de decisões; os métodos para atrair e reter membros e recursos; ... os objetivos expressados na

organização e as estratégias empregadas; os meios usados para unificar os objetivos e o comportamento dos membros da organização como um todo".

Nesse caso, os elementos da arquitetura organizacional envolvem a estrutura da organização formal por sua capacidade de estabelecer relações contratuais.

Milgrom & Roberts (1992:21) consideram que a unidade fundamental da análise da teoria econômica da organização é a **transação**, que consiste na transferência de bens ou serviços de um indivíduo para o outro. O modo pelo qual deve-se administrar as transações, ou estabelecer as rotinas para administrá-las, depende de suas características. Uma transação freqüente leva à necessidade de se estabelecerem rotinas, enquanto que em uma transação não usual as partes precisam saber mais sobre os seus termos, daí surgindo os custos de realizar a transação (custos de informação).

Para a análise da organização como um sistema de relações contratuais adotar-se-á o princípio de que as pessoas procuram obter a **eficiência** na condução diária dos seus negócios.

Milgrom & Roberts (1992 : 19-52) julgam que o desempenho do sistema econômico envolve a satisfação dos desejos e das necessidades dos indivíduos, ou seja, o sistema econômico é julgado ao satisfazer as necessidades econômicas da população. A eficiência pode ser definida e aplicada em muitos níveis, dependendo do tipo de escolha que está sendo considerada, sendo uma alocação de recursos eficiente quando não existe uma opção alternativa melhor, embora a eficiência pura e simplesmente dos resultados ou alocações não constitua o conceito chave para estudar as organizações. O objetivo principal das pessoas são os resultados gerados pelas organizações. Neste sentido, os acordos (ou contratos) devem ser estabelecidos tendo como base o princípio da eficiência nas tarefas da **coordenação** das atividades da estrutura organizacional.

Um dos problemas cruciais na obtenção da coordenação efetiva é a não disponibilidade da **informação** para todos os membros da empresa, pois a informação necessária para determinar o melhor uso dos recursos e as adaptações que se fazem necessárias nem sempre está disponível para todos, acarretando os custos para se obterem as informações.

De acordo com o princípio da eficiência, a tendência é adotar o modo organizacional que melhor economiza nos custos de transação, ou seja,

"os custos de transação são os custos do funcionamento do sistema: os custos da coordenação e da motivação. Assim, sob a hipótese que a estrutura e o design da organização são determinados para minimizar os custos de transação, ambos os aspectos do problema da organização afeta a alocação da atividade entre as formas organizacionais." (Milgrom & Roberts 1992 : 29).

Os **custos da coordenação** surgem da necessidade de se determinarem todos os detalhes que caracterizam uma determinada transação, como por exemplo, os custos da coordenação do mercado financeiro. Ativos financeiros que são negociados (como ações) necessitam de mercados que funcionam tão eficientemente como os mercados financeiros organizados, e o montante de recursos absorvidos em suas operações é claramente significativo. A eficiência deste mercado engloba a existência de sistemas modernos de computação e de pessoas qualificadas que são empregadas no estabelecimento dos preços e na realização das transações, daí os custos de transação do funcionamento deste mercado.

Em outros mercados, os custos de transação associados com a coordenação incluem os recursos que os vendedores gastam nas pesquisas de mercado para determinar os gostos dos compradores, os gastos com propaganda e publicidade para tornar o produto ou serviço conhecido e nas decisões administrativas determinando os preços para as trocas. Quanto ao

comprador, inclui-se o tempo gasto procurando fornecedores e melhores preços. Os custos de transação também incluem os benefícios perdidos e não realizados por imperfeição na competição dos compradores e vendedores e pela ocorrência de falhas nas transações.

Já os **custos da motivação** são de dois tipos (Milgrom & Roberts 1992:29). O primeiro tipo dos custos compreende aqueles associados com a incompletude e assimetria informacional - situação em que as partes para as transações atuais ou potenciais não têm todas as informações necessárias para determinar se os termos de um contrato são mutuamente aceitos e se esses termos são realmente conhecidos causando a incompletude contratual. Como exemplo, o comprador potencial de um novo carro pode ter dificuldade em determinar se a informação dos vendedores quanto às características do carro, quanto à economia e à credibilidade está correta, e pode querer saber se o vendedor está querendo se livrar do veículo, ou ainda que um administrador de vendas pode ter dificuldade em determinar se o vendedor está realmente dedicando o tempo e o esforço total para os negócios da companhia ou, ao invés disto, está buscando suprir os seus interesses particulares no horário do trabalho. Em tais circunstâncias, transações mutuamente vantajosas podem falhar porque uma ou outra parte temem ser vitimadas, ou acordos caros poderão ser feitos para se protegerem contra o comportamento **oportunistico** das partes (termo que será discutido no item 3.2 do próximo capítulo).

O segundo tipo de custos de transação relacionado ao problema da motivação surge do compromisso imperfeito (*imperfect commitment*) - da inability das partes a se comprometerem a seguir de acordo com o que se comprometeram no contrato, através das ameaças e promessas que elas poderão preferir fazer, mas que, tendo feito, poderão mais tarde renunciar. Como exemplo, um fornecedor que venha a fazer um grande investimento para se adaptar às necessidades específicas de determinado cliente. O fornecedor poderá se

preocupar se realmente o seu cliente irá cumprir o acordo; caso contrário, ele terá um grande prejuízo.

Assim, efetivamente, para se conceituar o que venham a ser custos de transação, os autores Milgrom & Roberts (1992:19-52) partiram dos conceitos de organizações, organizações como um nexo de contratos, arquitetura organizacional, transação, eficiência, coordenação das atividades, informação e custos de transação como sendo os custos da coordenação e da motivação em relação às estruturas contratuais.

Cheung (1990) define os custos de transação como os custos de elaboração e negociação dos contratos, mensuração e fiscalização dos direitos de propriedade, monitoramento do desempenho e organização das atividades.

Arrow (1969:48), citado em Williamson (1985:18), definiu os custos de transação como os *"custos de conduzir o sistema econômico"*, sendo tais custos distintos dos custos de produção, que é a categoria dos custos com a qual a análise neoclássica tem se preocupado.

Para North (1994 : 10), *" os custos de transação podem ser definidos como aqueles a que estão sujeitas todas as operações de um sistema econômico."* Segundo este autor, existem diversas variáveis inerentes aos custos de transação:

- o custo da quantificação dos atributos de valor dos bens e serviços ou do desempenho dos agentes é a chave dos custos de transação. Como por exemplo, a compra de um carro (produto carro) engloba vários atributos de valor que para alguns consumidores são significativos, enquanto que para outros, não (cor, aceleração, modelo, decoração interna, rendimento por litro de gasolina etc.);
- o custo do tamanho do mercado que determina se o intercâmbio é pessoal ou impessoal. Em uma negociação em que as pessoas se conhecem (pessoal) eliminam-se muitos gastos com mecanismos de execução contratual (mecanismos necessários para se diminuir a incerteza caso as cláusulas contratuais não sejam cumpridas);

- o cumprimento das obrigações contratuais (dificuldade de se criar um sistema jurídico totalmente imparcial).

Considerando-se a Economia dos Custos de Transação (ECT), que se baseia no problema econômico no estabelecimento de contratos, quais são os custos provenientes da realização destes contratos?

Para Williamson (1985:20), os custos de transação no estabelecimento das estruturas contratuais podem ser do tipo *ex-ante* e *ex-post*. Os custos *ex-ante* são os custos de esboçar, negociar e salvaguardar o acordo. O esboço de um contrato exige que o documento seja realizado com numerosas contingências que inibem eventuais lacunas contratuais. Já os custos *ex-post* dos contratos, os posteriores tomam várias formas, incluindo-se os custos de adaptação às cláusulas inicialmente acordadas e, até mesmo, os custos do rompimento contratual devido a falhas, erros ou ao interesse próprio de uma das partes.

O maior problema para Williamson (1985:21-22) é que os custos *ex-ante* e *ex-post* do contrato são interdependentes, difíceis de serem quantificados. Uma forma de amenizar esta dificuldade é comparar um modo contratual com o outro, porém a questão é se relações organizacionais ou formas (estruturas) organizacionais alinham-se com as características das transações ou não.

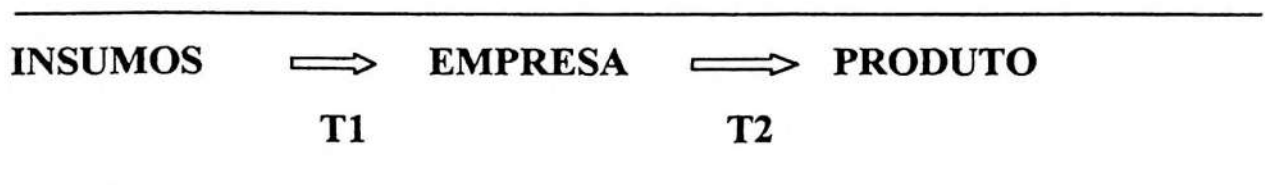
Para Neves (1999:123), os custos de transação:

"são os custos de efetuar uma troca, ou através da troca entre duas empresas no mercado ou a transação de transferência de recursos entre estágios integrados verticalmente numa mesma empresa, através da consideração que a informação não é perfeita e tem custos."

Em seu trabalho anterior, de 1995, página 22, Neves utilizou-se da definição de transação de Williamson (1985) como "a transformação de um produto através de interfaces

tecnologicamente separáveis", para demonstrar através de três esquemas (esquema 2.1, 2.2 e 2.3) como ocorre uma transação.

ESQUEMA 2.1: FLUXO SIMPLIFICADO DO PRODUTO NO SISTEMA



Fonte: Citada no esquema 2.3.

Na transação T1 ocorre a decisão da empresa de:

"comprar no mercado em um extremo ou produzir-se internamente em outro extremo. E entre estes dois extremos estão os diversos tipos de parceria, onde pode-se produzir em conjunto, estabelecer contratos de fornecimento sob determinadas condições ou outras formas de parcerias." (ESQUEMA 2.2), e que serão discutidas no item 3.5.

ESQUEMA 2.2 (TRANSAÇÃO T1): ESTRATÉGIA NA OBTENÇÃO DO INSUMO

COMPRAR DO MERCADO / FORMA MISTA / PRODUZIR INTERNAMENTE

Fonte: Citada no esquema 2.3.

Já a transação T2 indica as formas pelas quais a empresa irá entregar o produto para o cliente.

"A decisão aí é venda direta para o cliente ou distribuidor (via mercado), fazer internamente também o próximo passo, seja transporte, distribuição, pontos de venda (transação interna), ou numa forma intermediária(transação mista)."(ESQUEMA 2.3)

ESQUEMA 2.3: (TRANSAÇÃO T2): ESTRATÉGIA DE VENDA/ DISTRIBUIÇÃO DO PRODUTO

TRANSAÇÃO NO MERCADO/ TRANSAÇÃO MISTA/ TRANSAÇÃO INTERNA

Fonte dos esquemas 2.1, 2.2 e 2.3: Marcos Fava Neves, *Sistema Agro-industrial Citrícola: Um exemplo de Quase-Integração no Agribusiness Brasileiro* - Departamento de Administração, FEA/USP, Dissertação de Mestrado, São Paulo, 1995, p. 22.

Neste sentido, de acordo com Neves (1999 : 123-124), existem dois grandes grupos de custos de transação, os que ocorrem antes da efetivação da transação (*ex-ante*), e os que ocorrem após a efetivação (*ex-post*). Como *ex-ante*, tem-se os custos da obtenção da informação, os custos do processamento e utilização da informação, os custos da negociação e os custos operacionais da realização de contratos etc.

Como *ex-post*, de acordo com Ricketts (1987) In: Neves (1999 : 124), tem-se os custos de mensuração e monitoramento do desempenho, os custos advindos do acompanhamento jurídico ou administrativo, os custos de renegociação e redesenho contratual, os custos de manutenção das estruturas de controle e os custos de compromisso de seguro etc.

Em síntese, na busca de se estabelecer com clareza o que venham a ser custos de transação realizar-se-á a comparação entre autores no quadro 2.1.

Assim, pode-se dizer que o sistema organizacional leva ao surgimento de dois tipos de custos: os custos de produção (custos relacionados diretamente à realização do produto ou à venda do serviço) e os custos de transação. A viabilidade do bem ou serviço a ser entregue por uma empresa depende diretamente da detecção da somatória destes custos na

determinação do valor do produto ou do serviço no mercado, sendo os custos de transação, aqueles custos relativos a especificar o que está sendo comercializado e assegurar o cumprimento dos consequentes acordos.

QUADRO 2.1 - CONCEITOS DE CUSTOS DE TRANSAÇÃO

AUTORES	CONCEITOS DE CUSTOS DE TRANSAÇÃO
COASE (1937)	O custo de usar o mecanismo de preço; o custo de realizar uma transação por meio da troca no mercado aberto, ou custos de mercado.
COASE (1991)	Os custos de transação são os custos de coletar informações, os custos de negociação e os custos do estabelecimento de contratos. A existência destes custos implica quais métodos alternativos a firma deverá usar para que conduzam a função de coordenação a um baixo custo.
ARROW (1969)	Os custos de transação são os custos de conduzir o sistema econômico.
DAHLMAN (1979)	Custos de transação: a procura e a informação de custos, a negociação e a decisão de custos, o policiamento e o cumprimento dos custos.
WILLIAMSON (1985,1993)	Os custos de transação podem ser do tipo <i>ex-ante</i> e <i>ex-post</i> . Os custos <i>ex-ante</i> são os custos de esboçar, negociar e salvaguardar o acordo. Os custos <i>ex-post</i> são os custos dos ajustamentos e das adaptações que resultam o rompimento contratual devido a falhas, a erros ou ao interesse próprio de uma das partes.
CHEUNG (1990)	Os custos de transação são os custos da elaboração e negociação dos contratos, mensuração e fiscalização dos direitos de propriedade, monitoramento do desempenho e organização das atividades.
MILGRON & ROBERTS (1992)	Os custos de transação são os custos do funcionamento do sistema: os custos da coordenação e os custos da motivação. Assim, sob a hipótese de que a estrutura e o design da organização são determinados para minimizar os custos de transação, ambos os aspectos da organização afetam a alocação da atividade entre as formas organizacionais.
NORTH (1994)	Os custos de transação podem ser definidos como aqueles a que estão sujeitos todas as operações de um sistema econômico.
NEVES (1999)	Os custos de transação são os custos de efetuar uma troca, ou através da troca entre duas empresas no mercado ou a transferência de recursos entre estágios integrados verticalmente numa mesma empresa, através da consideração de que a informação não é perfeita e tem custos.

Fonte: A autora

Considerando-se o ambiente financeiro organizacional, (administração do capital de giro, estrutura de capital e orçamento de capital) e considerando como conhecidos os custos de produção, quais são os custos de transação, que ao serem detectados, manipulados, monitorados e minimizados, maximizam o valor de mercado da empresa?

Neste caso, este referencial teórico de Custos de Transação suscitou o aparecimento da curiosidade de conduzir esta pesquisa em direção ao inter-relacionamento de áreas que antes pareciam separadas: a Economia dos Custos de Transação e Finanças Empresariais, em vistas de se aplicar a teoria econômica da ECT proveniente da Nova Economia Institucional aos problemas de tomada de decisões financeiras das organizações.

Até aqui observou-se claramente o porquê do nome Nova Economia (visão da empresa como um nexos contratual, visão de que existem custos de transação além de custos de produção - considerados pela visão clássica da economia). Entretanto, qual o sentido do termo Institucional ?

Para North (1991:97):

"Instituições são as restrições construídas pelos seres humanos que estruturam a interação política, econômica e social. Elas consistem de ambas restrições informais (sanções, tabus, costumes, tradições e códigos de conduta), e regras formais (constituições, leis, direitos de propriedade)... Através da história, instituições têm sido construídas pelos homens para criar a ordem e reduzir a incerteza na negociação."

North, continuando o seu raciocínio em outra obra cita que:

"o desempenho econômico é função das instituições e de sua evolução. Juntamente com a tecnologia empregada, elas determinam os custos de transação e produção. As instituições ... representam os limites estabelecidos pelo homem para disciplinar as interações humanas." North (1994:9)

Para North (1994:361), as instituições constituem as regras do jogo que compõem o mercado. Já as organizações são os jogadores deste mercado, porém uma importante distinção faz-se necessária, pois North (1991, 1994) considera as Instituições de um modo macroanalítico, em cujo ambiente institucional se desenvolvem as "regras do jogo".

Já Williamson (1985,1986,1991,1996) considera as instituições de uma forma microanalítica, centrando a sua atenção nas "instituições de governança", nas quais a transação é a unidade de análise, e os diferentes modos de governança são analisados de acordo com os custos provenientes das transações. Para Williamson, o ambiente macroanalítico é importante, mas a sua análise se baseia no ambiente microanalítico.

Entretanto, o que são Estruturas de Governança? De acordo com Williamson, (1986 : 187) *"estruturas de governança são as estruturas organizacionais com as quais a integridade de uma relação contratual é decidida."*

No presente estudo, o termo "instituições" será utilizado sob o enfoque microanalítico proposto por Williamson, com o intuito de se conceberem estruturas de governança (ou estruturas organizacionais) que visem à minimização dos custos de transação, provenientes das relações contratuais, através de determiná-los no contexto da administração financeira.

Os pressupostos básicos que compõem a Teoria da Economia dos Custos de Transação, os tipos básicos de contratos provenientes das transações e as formas resultantes de governança são aspectos a serem abordados no próximo capítulo.

CAPÍTULO 3

A ECONOMIA DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO

*"Se nós conhecermos mais sobre nossa própria economia,
nós teremos uma posição melhor para entendê-la."
Coase*

3.1. Introdução

O propósito deste capítulo consiste em apresentar os pontos principais da Economia dos Custos de Transação, visto que a transação constitui a unidade de análise das organizações consideradas como sendo umnexo de relações contratuais. Para isso, buscar-se-ão os elementos básicos desta teoria tomando-se por base a evolução do pensamento de Oliver Williamson (1983, 1985, 1991, 1993, 1996) que impulsionou e vem impulsionando o surgimento de diversos estudos diante desta desafiadora linha de pensamento.

De acordo com Williamson & Winter (1993:12-13), o estudo da organização econômica na NEI tem tentado de todas as formas buscar mecanismos que minimizem os custos de transação. Para isso, faz-se necessário o inter-relacionamento da ECT com as demais áreas funcionais das empresas.

Estas formas de se buscar mecanismos que minimizem custos de transação são as estruturas de governança alternativas, das quais uma teoria que integre os custos de produção e de transação faz-se necessária. Além do mais, Williamson & Winter (1993) propõem que se

pense no capital de terceiros (dívidas) e no capital próprio (patrimônio) não apenas em "termos financeiros", mas em termos de se buscarem estruturas de governança alternativas.

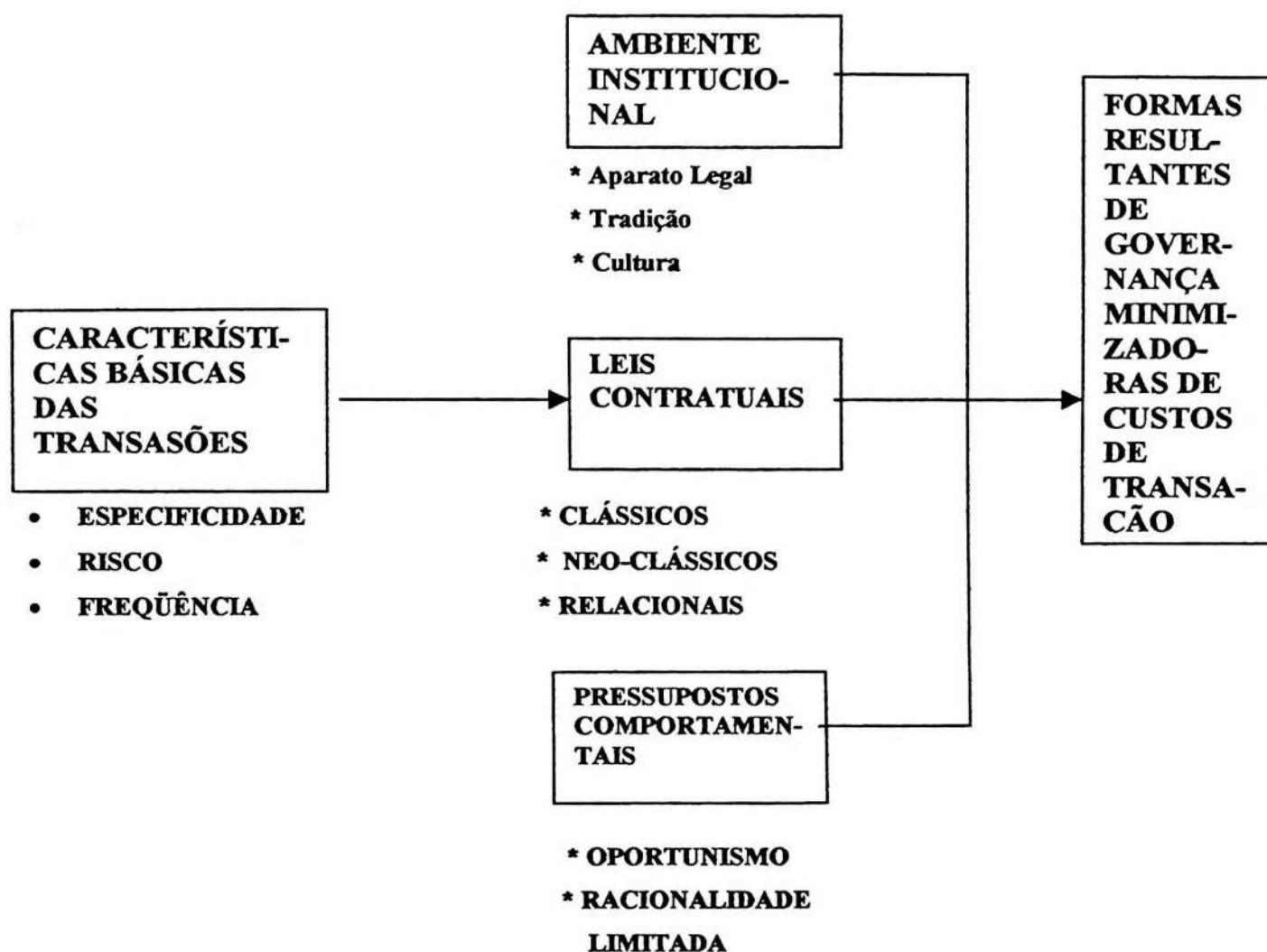
Em relação às formas de governanças alternativas, Zylbersztajn (1995:23) criou um esquema representado pela figura 3.1, que alinha as estruturas de governança com os fatores condicionantes teóricos da ECT. Estes fatores condicionantes das formas de governança, que minimizem os custos de transação, são distribuídos em grupos que serão alvos das discussões dos itens posteriores deste capítulo.

O grupo dos pressupostos comportamentais, em relação à característica humana: a racionalidade limitada e o oportunismo, será tratado no segundo item de análise, enquanto que o grupo que apresenta as características essenciais das transações: especificidade dos ativos, risco das transações e frequência com que a transação ocorre, será discutido no terceiro item deste capítulo. Este grupo está associado diretamente com as características das leis contratuais (clássica, neoclássica e relacional), a serem abordadas no quarto tópico.

O grupo que se refere aos fatores que compõem o ambiente institucional, como aparato legal, tradição legal, aspectos culturais etc., será considerado nesta tese sob a visão microanalítica de Williamson em relação às Instituições.

Por fim, as formas de governança minimizadoras de custos de transação serão analisadas no quinto item com o objetivo de se adequar convenientemente a forma resultante de governança em relação aos custos de transação.

FIGURA 3.1 - ESQUEMA DA INDUÇÃO DAS FORMAS DE GOVERNANÇA



Fonte: Décio Zylberzstajn, *Estruturas De Governança e Coordenação do Agribusiness: Uma Aplicação da Nova Economia Institucional* - Departamento de Administração, FEA/USP, Tese de Livre-Docência, São Paulo, 1995, p. 23.

3.2. Pressupostos Comportamentais

Uma das suposições comportamentais em que a ECT se baseia e se sustenta é a da **racionalidade limitada** dos indivíduos. Para Simon (1961:xxiv) In: Williamson (1985:45), os atores econômicos são assumidos como "*intencionalmente racionais, mas limitados*",

conceito que induz à incapacidade das partes em prever todas as contingências futuras relacionadas a uma transação, refletindo, conseqüentemente, em contratos incompletos.

Esta característica relaciona-se ao que Williamson (1985:45) denomina de racionalidade limitada, ao se referir à impossibilidade dos agentes em lidar com problemas complexos, mesmo quando bem estruturados. Esta incapacidade conduz a ações limitadas por parte dos agentes ou, na melhor das hipóteses, a elevados custos *ex-ante* que seriam provenientes da obtenção de todas as informações necessárias para se atingirem os objetivos das partes e da capacidade de processamento dos contratos complexos, de forma a minimizar as possíveis lacunas contratuais.

Entretanto, constitui-se em uma ação restrita reduzir todo o conceito de racionalidade limitada apenas aos custos de processamento e coleta de informações associados a cada transação, uma vez que este engloba a incapacidade de entendimento total da realidade pelos indivíduos, possibilitando eventuais falhas contratuais.

Assim, se o objetivo de uma empresa for a maximização de seus resultados líquidos apurados na Demonstração do Resultado do Exercício, a maximização total somente ocorreria se todas as partes envolvidas (fornecedores, clientes, funcionários etc.) agissem com racionalidade plena. No entanto, vários fatores que levam a esse objetivo, como o cumprimento das cláusulas contratuais, são limitados devido à racionalidade dos indivíduos não ser plena. Ao invés de uma maximização máxima dos resultados líquidos, a empresa terá uma maximização realizável devido à racionalidade limitada.

Como os gestores não conseguem plenamente prever os acontecimentos futuros, surge a necessidade de se criarem salvaguardas contratuais que protejam a estrutura organizacional do que a ECT considera ser o problema da incompletude contratual. Conseqüentemente, os custos *ex-ante* serão maiores devido à realização das salvaguardas, porém os custos *ex-post* serão reduzidos com estas eventuais proteções.

Outra suposição comportamental da ECT é que, além de os agentes econômicos serem limitadamente racionais, são oportunistas. Para Williamson (1985:47-50), o oportunismo apresenta-se em três níveis de auto interesse distintos: a forma forte, em que a ECT se baseia, a forma semi-forte ou forma do auto interesse simples e a forma fraca ou ausência de auto interesse.

(a) AUTO INTERESSE FORTE OU OPORTUNISMO - Esta forma envolve a busca do auto interesse pelos agentes econômicos através da malícia, incluindo formas mais ostensivas de desonestidade, como mentiras, roubos e trapagens, em ambos estágios *ex-ante* e *ex-post* das relações contratuais. Sabe-se que o oportunismo *ex-ante* é reconhecido literariamente pelo conceito da **seleção adversa** que se constitui em um risco que o comprador possui de adquirir bens ou serviços pelo valor colocado pelo vendedor caracterizando uma ação aética ou oportunista. - Será que o valor do bem ou serviço é compatível com a qualidade auferida? Daí surge a possibilidade de o risco *ex-ante* não ser compatível, sendo os certificados de qualidade ou garantia criados para eliminar a assimetria informacional *ex-ante* e a conseqüente questão da seleção adversa. O oportunismo *ex-post* é reconhecido como **moral hazard** que constitui o comportamento *ex-post* de uma das partes envolvidas em um contrato que possui uma informação particular e pode dela tirar proveito em relação às demais partes contratantes no decorrer do contrato. **Moral hazard**, caracteriza um comportamento aético ou oportunista, portanto, denota o fenômeno da assimetria informacional nas relações contratuais *ex-post*.

Em ambos os casos, o oportunismo se refere à incompletude contratual em termos de informação, sendo que muitas das partes contratantes podem gerar esforços calculados para iludir, distorcer, disfarçar e até mesmo obscurecer a decorrência das transações.

Para Williamson (1985:48), todo comportamento pode ser governado por regras, não necessitando requerer um pré planejamento completo. Os eventos não negociados *ex-ante* podem ser negociados *ex-post* dentro das regras gerais do contrato.

Neste caso, Williamson (1985:48) salienta que a lição mais importante para o propósito do estudo das organizações econômicas é que as transações que estão sujeitas ao oportunismo *ex-post* podem se beneficiar caso salvaguardas sejam feitas *ex-ante*, ou seja, incentivos podem ser realinhados através de estruturas de governança que concebam transações organizadas ao menor custo possível.

Para Williamson (1985:48), *"O oportunismo é uma fonte de incerteza comportamental nas transações econômicas ... a incerteza poderá desaparecer se os indivíduos forem completamente honestos."*

E, segundo Zylbersztajn (1996:1078-1079),

"Instituições que permitam o funcionamento dos contratos impondo custos ao seu rompimento oportunístico podem significar importante economia nos custos de transações das corporações. Isto corrobora o conceito de que as instituições não são elementos neutros, devendo receber tratamento adequado nos estudos de relações contratuais".

(b) A FORMA DO AUTO INTERESSE SIMPLES OU SEMI FORTE - Esse pressuposto normalmente é adotado pela economia ortodoxa, com os indivíduos movidos por ações egoístas, porém, preservando o cumprimento dos contratos, agindo eticamente no decorrer das transações, com os contratos completos, não ocorrendo ações oportunistas *ex-post*.

(c) A AUSÊNCIA DO AUTO INTERESSE, FORMA FRACA OU A OBEDIÊNCIA - Nesta forma, os indivíduos são entes obedientes a uma outra forma que não a eles mesmos

(totalmente submissos), ou seja, os indivíduos são comandados por entidades externas, como governos, filosofias, instituições financeiras etc.

Assim, para a ECT as empresas são vistas como um complexo de contratos e se baseiam em dois pressupostos do comportamento da natureza humana: os seres humanos são limitadamente racionais e oportunistas. Ambos os comportamentos geram custos de transação, tanto *ex-ante*, como mais fatalmente ainda *ex-post*, em termos contratuais. A forma de como dimensionar e identificar a natureza destes custos será a preocupação no próximo item de discussão.

3.3. As Dimensões das Transações

A dificuldade de se detectar, observar e mensurar os custos de transação fez com que a NEL, sob a ótica de Williamson (1985,1991), considerasse três tipos de atributos das transações: a especificidade dos ativos, a incerteza das transações e a frequência com que a transação ocorre, atributos que serão discutidos a seguir, em vistas de se explicar que a escolha da forma organizacional (ou estrutura alternativa de governança) depende da análise dos mesmos.

A análise da **especificidade dos ativos** ocorre no período de vigor dos contratos. Um ativo é específico quando não pode ser reempregável sem o sacrifício do valor produtivo, ou seja, ativos específicos caracterizam-se por aqueles que não são reempregáveis a não ser com perda de valor. Esta especificidade, quando considerada em um ambiente de racionalidade limitada aliada ao pressuposto do oportunismo, aumenta os riscos e os problemas contratuais gerando custos de transação.

De acordo com Milgrom & Roberts (1992 : 31),

"Quando um sub empreiteiro faz a montagem de uma asa para um modelo particular de aeronave, este pode investir em uma linha de produção para fazer aquelas montagens específicas. Tal investimento é chamado um investimento específico porque este poderá perder muito do seu valor fora do uso específico de melhorar as asas da aeronave. O sub empreiteiro não vai fazer o investimento a menos que este tenha uma empresa para atender o seu cliente ... As transações que requerem investimentos específicos também requerem um contrato ou prática para proteger o investidor contra o oportunismo dos termos do relacionamento da produção".

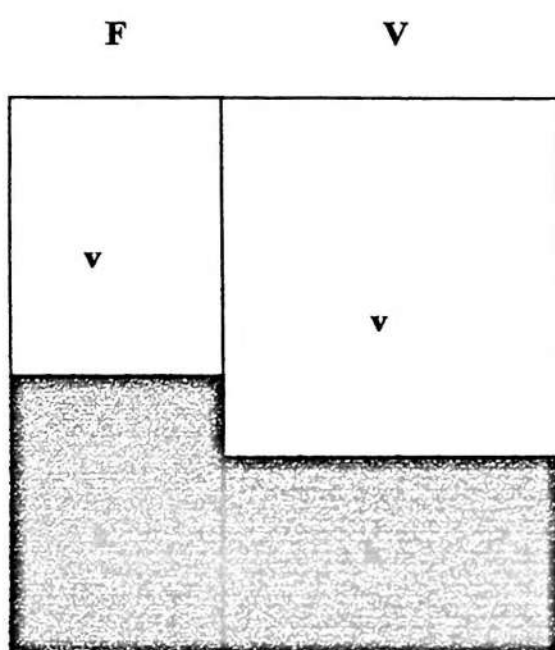
A firma, sob a visão da economia tradicional, considerada como uma função produção, distingue os custos em fixos e variáveis. Já a ECT está preocupada com a questão de se os ativos são reempregáveis ou não. Um ativo classificado contabilmente como fixo pode ser reempregável, como por exemplo, equipamentos que são utilizados na construção de imóveis; carros e caminhões que são usados para transportes internos das empresa; aeronaves etc.

Williamson (1985:55) mostra através da figura 3.2 a distinção dos custos em fixos (F), variáveis (V) e quanto ao grau de especificidade, específicos (k) e não específicos (v) podendo, também, um mesmo ativo apresentar características específicas e não específicas sendo semi-específico (da mesma forma que ao apresentar características fixas e variáveis é um ativo semi-variável).

Azevedo (1996 : 51-52) salienta que o conceito de especificidade de ativos aproxima-se muito do conceito de *sunk costs*, que são os custos fixos incorridos e irrecuperáveis, como por exemplo, a compra de uma máquina específica de uma usina nuclear é considerada um *sunk cost* por não ser possível vendê-la e recuperar o investimento, e também por tratar-se de um ativo específico. Entretanto,

"nem sempre o sunk cost é específico a uma transação, apesar de frequentemente sê-lo. Como por exemplo, o investimento em capital humano genérico é inegociável - e, portanto, um sunk cost - mas pode ser empregado em diversas transações ou, mais especificamente, em diferentes relações de trabalho."

FIGURA 3.2 - DISTINÇÕES DE CUSTO



Contabilidade : Fixos (F) e Variáveis (V)

Contratos : Específicos (k) e não específicos (v)

Fonte: Oliver Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism*, Free Press, London, p. 55, 1985.

Para que se determine a característica dos ativos envolvidos em uma transação, faz-se necessário um detalhamento maior de sua especificidade. Para isso, Williamson (1991:281) classifica os ativos específicos em seis diferentes denominações: locacional, físico, humanos, dedicados, temporal e de marca.

- A **especificidade locacional** refere-se à redução nos custos de transporte e armazenagem, através da localização estratégica entre firmas de uma mesma cadeia produtiva, ou seja, os ativos envolvidos possuem restrições locacionais, devendo estar próximos para que a transação se efetue com sucesso. Como exemplo, temos: cana-de-açúcar e usina, plantações de soja e óleo de soja, plantações de caju e beneficiamento do suco etc. (Neves,1999:127-128).
- A **especificidade física** inclui o requisito do investimento específico em termos de máquinas e equipamentos (como os componentes específicos de um determinado produto, por exemplo, moendas de cana-de-açúcar), que são de realocação muito cara ou praticamente impossível .
- A **especificidade humana** relaciona-se ao aprendizado específico do ser humano em uma determinada atividade (como a qualificação de um funcionário para trabalhar em determinada máquina). Estes ativos humanos, se realocados para uma outra atividade devido ao seu conhecimento muito específico em relação a uma determinada tarefa, geram custos de treinamento e readaptação.
- Os **ativos dedicados** referem-se ao retorno relativo a todo o montante investido, dependente de cada transação específica (um investimento do tipo *sunk cost* - um ativo irrecuperável).
- Os **ativos temporais** são aqueles em que o valor de uma transação depende, sobretudo, do tempo em que ela se processa (como por exemplo, a perecibilidade de produtos, tempo de processamento de atividades etc.). Para Neves (1999:128), *"quanto maior for a especificidade temporal, mais delicada é a transação, e menor também será o universo das alternativas existentes"*.
- Os **ativos relacionados à marca** se referem à própria marca da empresa.

Azevedo (1996:54) enfatiza que estas seis definições não limitam o universo das possíveis especificidades, contudo, explicam grande parte dos problemas de dependência bilateral e as suas conseqüências sobre os custos de transação, embora teoricamente, a ECT não distingue entre os efeitos das diferentes especificidades possibilitando que este arcabouço teórico seja utilizado para todos os tipos de especificidade. Desta forma, abre-se um leque passível de ser investigado: *"é passível de investigação, por exemplo, se a natureza dos custos de transação derivados de uma especificidade de ativo físico é a mesma daquela derivada de uma especificidade humana."*

Para Williamson (1985:55), as ramificações organizacionais variam de acordo com a especificidade dos ativos:

"Basta observar aqui que (1) a especificidade dos ativos refere-se a investimentos duráveis que são empregados nas transações particulares, o custo de oportunidade de tais investimentos é muito menor no melhor uso alternativo ou por usuários alternativos que pode a transação original ser prematuramente encerrada, e (2) a identidade específica das partes para a transação tem importância plena nestas circunstâncias, as quais a continuidade do relacionamento é valorizado, de onde (3) salvaguardas contratuais e organizacionais surgem nos suportes das transações deste tipo, as quais as salvaguardas não são necessárias (uma fonte de se evitar custos) para as transações das mais variedades (não específicas)."

Deste pensamento, surge o que Williamson (1985:55-56) chamou de origem do estudo da governança. Enquanto as transações neoclássicas ocorrem dentro de mercados onde os *"compradores e vendedores desconhecidos ... encontram ... por instante a troca padronizada de bens num equilíbrio de preços"* (Bem-Porath, 1980: 4, In: Williamson, 1985: 55), as trocas

que são realizadas pelos investimentos específicos das transações não são nem desconhecidas nem instantâneas.

Assim, a especificidade dos ativos é um dos pontos em que a ECT se baseia pelo fato de ser este decisivo na indução das formas organizacionais (ou estruturas de governança) minimizadoras de custos. De acordo com Mahoney (1994), quanto maior o nível de tal especificidade, maiores serão os riscos infiltrados no processo, conduzindo, portanto, a estruturas de governança como a verticalmente integrada (a questão da integração vertical será discutida no item 3.5).

Outra dimensão das transações, a **incerteza das transações**, de acordo com Hayek (1945: 524), In: Williamson (1985:57), se relaciona aos problemas inerentes da organização econômica que surgem em conjunto com a incerteza: *"O problema econômico da sociedade é principalmente aquele da adaptação para mudanças em circunstâncias particulares de tempo e espaço."*

Em uma negociação simples entre duas partes (como por exemplo, a compra e venda de um produto básico como o arroz), um contrato especificando o que se espera de cada uma das partes, minimiza fatores de incerteza, como: a quantidade específica a ser entregue, o lugar, o preço e outros detalhes mais.

Já como exemplificam Milgrom & Roberts (1992 : 31-32), existem transações que são muito complexas, como por exemplo, um contrato para construir uma usina elétrica. Vários fatores poderão ser alterados no decorrer da construção, como a demanda da população, o custo da obra, a disponibilidade dos recursos a serem empregados etc. Além do mais, vários fatores são desconhecidos no início, como o impacto ambiental das instalações, o custo de melhorar o novo ambiente e outros mais, que são indicadores de incerteza impossíveis ou não economicamente viáveis de se determinar. *"Ao invés de especificar quanto do que é para ser*

entregue e quando, o contrato pode especificar quem tem o direito para tomar quais decisões e dentro de quais limites."

Para se eliminar muitos tipos de incerteza no ambiente de negociação, estratégias de *hedging* são realizadas, ou seja, o *hedging* é uma estratégia usada para compensar investimentos de risco. Um *hedge* perfeito é aquele que elimina a possibilidade de ganhos ou perdas futuras. Um acionista preocupado com a queda dos preços das ações, por exemplo, pode fazer um *hedge* de seus títulos por meio da compra de uma opção de venda (*put option*) de ações ou pela venda de uma opção de compra (*call option*). Outro exemplo, sociedades comerciais que desejam assegurar o preço que será recebido ou pago por uma *commodity* farão *hedge* de suas posições via compra e venda simultâneas, no mercado futuro.

Para Williamson (1985:60),

"Todas as vezes que ativos são específicos em um grau relevante, o aumento do grau de incerteza torna-se mais imperativo que as partes que concebem uma máquina para um trabalho sem importância - as lacunas contratuais podem ser grandes e as ocasiões para adaptações sequenciais podem aumentar em número e importância com o aumento do grau da incerteza."

Williamson (1991:291) relaciona a maior incerteza a dois conceitos distintos. O primeiro salienta que a distribuição da probabilidade dos distúrbios permanece inalterada, embora ocorra um número maior de distúrbios, enquanto que o segundo refere-se ao caso em que os distúrbios tornam-se intrinsecamente mais importantes, como decorrência, por exemplo, de um aumento da variância.

North (1990), entretanto, conduz o conceito a um nível mais abrangente ao considerar incerteza como o desconhecimento dos possíveis eventos futuros. Sob esse ponto de vista,

torna-se impossível definir qualquer distúrbio de probabilidade a respeito de uma situação, tornando-a incerta.

O terceiro e último conceito a ser colocado é o empregado por Milgrom & Roberts (1992), que enfatizam o aspecto informacional da incerteza ao definirem a sua existência quando a informação é incompleta e assimétrica.

Pode-se observar, no decorrer desta explanação literária, que a teoria da NEI não deixa clara a separação dos conceitos de risco e incerteza. Muitas vezes, a incerteza é tratada como risco e o risco é tratado como se fosse uma incerteza, mas para os próximos capítulos, quando o objetivo será o inter-relacionamento da NEI com a área de Finanças, o risco será considerado como um fator que pode ser mensurado, enquanto que a incerteza será tratada como um fator sobre o qual se pode fazer estimativas.

Assim, o papel da dimensão incerteza consiste em evidenciar a incompletude contratual pela limitação revelada da racionalidade dos agentes envolvidos. A incerteza torna o problema da racionalidade limitada mais evidente, uma vez que quanto maior a incerteza, maior o número de contingências futuras e, portanto, mais complexa e custosa é a elaboração de um conjunto de contratos contingentes. Com isso, transações com maior incerteza demandam estruturas de controle mais minuciosas, gerando custos mais elevados.

A dimensão **freqüência das transações** se relaciona à incidência da repetição de uma espécie de transação e, de acordo com ela, a busca de estruturas de governança que minimize os custos se faz necessária. Quanto mais freqüente for uma transação, mais uma estrutura especializada pode se manter em vistas de se diminuírem os custos fixos (transações ilustrativas no quadro 3.1 realizado por Williamson, 1985:73).

Considerando-se a existência dos pressupostos comportamentais, oportunismo e racionalidade limitada, diferentes níveis de freqüência das transações podem ser observados,

desde as que se resolvem em um único ponto no tempo, conhecidas como **transações ocasionais**, até as que ocorrem freqüentemente, conhecidas como **transações recorrentes**.

Para exemplificar as transações que se resolvem em um único ponto no tempo, **transações ocasionais**, Azevedo (1996:55) cita o caso de um turista que visita um local uma única vez e hospeda-se em um hotel, abastece o seu carro, compra presentes etc., o que não justifica para cada transação o emprego de uma estrutura contratual para a prevenção de atitudes oportunistas. Estes tipos de transações de compra e venda são geralmente realizados pelo mercado *spot*.⁷

QUADRO 3.1 - TRANSAÇÕES ILUSTRATIVAS

	CARACTERÍSTICAS DO INVESTIMENTO		
	NÃO ESPECÍFICO	ESPECIF. MÉDIA	MUITO ESPECÍFICO
FREQÜÊNCIA OCASIONAL	Compras de Equipamento Padrão	Compra de Equipamentos Mais Específicos	Construção de Uma Indústria
FREQÜÊNCIA RECORRENTE	Compras de Materiais padrão	Compra de Materiais Mais específicos	Compra de produto Intermediário Através de estágios Sucessivos

Fonte: Oliver Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism*, Free Press, London, 1985, p. 73.

⁷ Spot é empregado referindo-se às transações que se resolvem em um único instante do tempo, ou seja, transações que ocorrem no mercado spot se referem às transações que implicam menor nível de controle, sendo o principal fator relevante o preço dos produtos ou serviços.

Entretanto, como grande parte das transações realizadas são recorrentes, torna-se necessária a adoção de mecanismos complexos que minimizam problemas decorrentes da incompletude contratual e do comportamento oportunista das partes. Isso se dá porque estes complexos mecanismos de governança envolvem elevados custos *ex-ante*, como a redação contratual minuciosamente cuidadosa e a coleta de informações relevantes para se processar esta redação, e *ex-post* como o monitoramento e adaptações às mudanças ambientais que serão diluídos através da repetição cada vez maior das transações.

O fato da diluição dos custos de adoção de uma estrutura complexa pela repetição das transações refere-se, como analisado por Azevedo (1997), a um importante aspecto proporcionado pela frequência das transações. Outro elemento fundamental proporcionado pela recorrência das transações caracteriza-se pela oportunidade de construção de reputação por parte dos agentes envolvidos, que possui significativa interface com as demais dimensões das transações: especificidade e incerteza.

Azevedo (1997) ressalta que a repetição de uma transação comercial possibilita que as partes adquiram conhecimento umas das outras, reduzindo a incerteza, como por exemplo, construindo-se uma reputação em torno de uma marca, criando um ativo específico etc. E, mais importante ainda, criando-se, em alguns casos, um compromisso confiável (*Credible Commitment*) entre as partes, em torno do objetivo comum de continuidade da relação.

Tendo em vista a determinação de mecanismos de controle para amenizar os problemas acima citados, Williamson (1985:73-79) propõe quatro estruturas que podem ser utilizadas para controlar as transações, representadas pela figura 3.3, e a frente analisadas.

FIGURA 3.3 - FORMAS EFICIENTES DE GOVERNANÇA

		CARACTERÍSTICAS DOS INVESTIMENTOS		
		NÃO ESPECÍFICOS	MÉDIOS	ALTAMENTE ESPECÍFICOS
FRE- QUÊNCIA	OCASIO- NAL	GOVERNANÇA DE MERCADO	GOVERNANÇA TRILATERAL CONTRATOS NEOCLÁSSICOS	
	RECOR- RENTES	CONTRATOS CLÁSSICOS	GOVERNANÇA BILATERAL CONTRATOS RELACIONAIS	GOVERNANÇA UNIFICADA

Fonte: Oliver Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism*, Free Press, London, 1985, p. 79.

- Governança de mercado - o controle das transações está relacionado a transações não específicas ocasionais ou recorrentes. O mercado serve como o modo de governança principal, onde a identidade das partes é irrelevante. As alternativas de mercado funcionam buscando proteger cada parte envolvida do oportunismo e o sistema de preços carrega todas as informações relevantes. Envolvem os **contratos clássicos**.
- Governança trilateral - envolve as transações ocasionais de ativos médios ou altamente específicos, onde se prevê uma terceira parte (uma forma intermediária

de controle), para se resolverem disputas e avaliar conseqüentes desempenhos. Envolvem os **contratos neoclássicos**.

- Governança bilateral - envolve uma estrutura de controle para transações recorrentes, suportadas por ativos médios ou altamente específicos. Neste caso, existe uma grande interdependência entre as empresas, onde as transações sendo recorrentes, os custos das mesmas são diluídos. Estão ligadas aos **contratos relacionais**.
- Governança Unificada - envolve as atividades verticalmente integradas e estão relacionadas aos **contratos relacionais**.

Os tipos de contratos acima citados, contratos clássicos, contratos neoclássicos e contratos relacionais, serão apresentados no próximo item de análise.

Apesar de Milgrom & Roberts (1992:30) apresentarem ainda outros dois atributos das transações, a dificuldade de se mensurar o desempenho na transação e a ligação da transação a outras transações envolvendo outras pessoas, para esta tese serão consideradas apenas as três dimensões acima analisadas, de acordo com a abordagem de Williamson (1985; 1991).

3.4. Tipos de Contratos

Assumir o cumprimento contratual é razoável, apenas em um mundo que apresente, de um lado, informações observáveis e verificáveis sem custos e, de outro, racionalidade forte ou ilimitada. De acordo com Williamson (1985), no contexto da Economia Ortodoxa, os contratos são completos não havendo espaço para ações oportunistas *ex-post*, onde qualquer descumprimento de cláusulas contratuais é resolvido através do sistema judiciário, sem ônus. Dessa forma, o comportamento ético não é previsto, seja por uma premissa moral, ou porque as cláusulas contratuais são sempre cumpridas.

Entretanto, sob a ótica da Nova Economia Institucional, a adoção de adaptações e as negociações *ex-post*, como forma de salvaguardas contratuais, tornam-se fundamentais, a fim de amenizar possíveis danos e viabilizar as transações.

Dada a existência de uma variedade imensa de tipos contratuais com que as instituições econômicas do capitalismo estão preocupadas, Williamson (1985:68) utilizou-se da classificação de Macneil (1974; 1978), que considera os contratos como clássicos, neoclássicos e relacionais.

Os **contratos clássicos** se relacionam às transações isoladas que ocorrem num período de tempo t e não se relacionam a nenhum efeito anterior ou posterior ocorridos antes ou após este período. Relacionam-se ao conceito da economia neoclássica de competição de mercado perfeita, onde os ajustes ocorrem apenas e unicamente via mercado, sem nenhum planejamento de longo prazo.

Como Zylbersztajn salienta (1995:53), a implementação dos contratos clássicos ocorre nas seguintes condições:

"A identidade dos agentes é totalmente irrelevante para a transação.

A natureza e as dimensões do contrato são plenamente definidas.

No caso da não realização do contrato, não há flexibilidade corretiva.

Existe clara definição entre fazer parte e não fazer parte da transação."

Assim, os contratos clássicos são apenas referências já que desconsideram a incompletude contratual dos contratos do mundo real.

Os **contratos neoclássicos** consideram um ambiente bem diferente dos contratos clássicos. Nestes, as transações necessitam de adaptações e são contínuas, além de se considerarem como contingências futuras, os fatores da racionalidade limitada e da incerteza.

Com base em Williamson (1985:70-71) e Zylbersztajn (1995:54-56), os contratos neoclássicos apresentam as seguintes características:

- Os arranjos contratuais estão sujeitos a lacunas contratuais (reconhece que os acordos são incompletos);
- As transações, na sua maioria, demandam arranjos de longo prazo;
- O desejo da manutenção do contrato é claro (se os custos da negociação forem muito elevados em face dos retornos esperados, pode ocorrer o encerramento do contrato, o que pode já estar previsto no contrato original, a base da negociação).

Nos **contratos relacionais**, a flexibilidade é a principal característica havendo a possibilidade de renegociação sem que o contrato original seja a base para a nova renegociação. Sustentam-se não em documentos, mas no relacionamento desenvolvido no tempo, onde as questões devem ser decididas momento a momento, relacionalmente.

3.5. Formas Resultantes de Governança

Comparada com as outras abordagens das questões econômicas, de acordo com as colocações realizadas nos itens anteriores, Williamson (1985:17-18; 1996:136) salienta que o estudo da economia dos custos de transação:

- É mais microanalítico (centrando a sua atenção nas *"instituições de governança"*: mercados, formas híbridas e hierárquicas. O ambiente macroanalítico é importante, mas a sua análise se baseia no ambiente microanalítico representado pelas estruturas de governança);
- Tem a transação como a unidade básica de análise;
- É mais auto consciente sobre as suposições comportamentais;
- Introduce e desenvolve a importância econômica da especificidade dos ativos;

- Baseia-se mais na análise institucional comparativa;
- Considera as firmas de negócios como estruturas de governança ao invés de uma função produção;
- Dá maior ênfase às instituições *ex-post* dos contratos;
- Combina a perspectiva da lei, economia e organização.

De acordo com Williamson (1985), em função dos atributos presentes nas transações (especificidade dos ativos, incerteza e frequência) em relação direta com as características das leis contratuais (clássicas, neoclássicas e relacionais), as formas resultantes de governança (ou estruturas organizacionais) minimizadoras de custos de transação mais custos de produção, devem ser adequadamente identificadas devido ao fato de serem as controladoras das transações. Nesse caso, as transações estão diretamente relacionadas às estruturas resultantes para controlá-las, e ocorrem via **mercado, formas mistas ou via hierárquica**.

Com o objetivo de classificar as formas de governança das transações utilizar-se-á a escala de Webster (1992), citado em Neves (1995:34-4; 1999:289-296), que afirma ser ela uma escala amplamente utilizada em diversas pesquisas (ou centros de pesquisa), como por exemplo, o PENSA (Programa de Estudos dos Negócios do Sistema Agro-industrial/ FEA/ USP).

Webster (1992), In: Neves (1995:34) propõe a seguinte escala (adaptada) em ordem crescente para a coordenação:

Transações de Mercado

Transações de Mercados Repetidas

Relacionamento de Longo Prazo

Alianças Estratégicas

Organizações em Rede

Integração Vertical

Considerando-se o ambiente de transações de Williamson (1985) em relação à escala de Webster (1982), pode-se dizer que as transações que Williamson chamou de mercado é a primeira acima de Webster, as formas mistas são a quarta e a quinta (de Webster) e a sexta (de Webster) é a integração vertical, que será considerada como sendo uma forma hierárquica de coordenação.

A. Transações de Mercado

Para Webster (1992) In: Neves (1995:34-35; 1999:289), as transações de mercado são caracterizadas pelo mercado puro:

- As transações são discretas, sem a identificação dos atores;
- A informação necessária está contida no preço do produto, que deve determinar a melhor oferta;
- As transações são independentes, sem interação subsequente de produtos não-diferenciados (sem marca);
- Normalmente sem abertura de crédito, desenvolvimento de preferência ou fidelidade;
- Exemplos: leilões gerais, feiras livres, bolsas de cereais, *commodities*, compras de bois por frigoríficos e outros mais.

B. Transações de Mercados Repetidas

De acordo com Webster (1992), citado por Neves (1995:35; 1999:289), são características destas transações:

- Envolvimento de compras freqüentes de produtos com marca (há diferenciação, com maior especificidade);
- Ocorrência de atividades de propaganda e promoção, em vistas de se obter a fidelidade dos clientes através do conhecimento da marca;

Para demonstrar o que foi dito, pode-se citar os seguintes exemplos: compras de produtos em supermercados, máquinas, defensivos, sabão em pó com a mesma marca, compra de tratores etc.

C. Relacionamentos Contratuais de Longo Prazo

Para Neves (1995 : 35; 1999: 289-230), estes relacionamentos se caracterizam por:

- Adicionar a existência de arranjos contratuais de longo prazo sem exclusividade, sendo o preço negociado com base em dependência mútua;
- Requerer produtos com qualidade, entregas "*just-in-time*" e suporte técnico;

Exemplificando, temos: compra de laranja pela indústria processadora de sucos, compra de cana-de-açúcar, distribuidoras (revendas) etc.

D. Alianças Estratégicas

Para Neves (1995:39), este tipo de relacionamento são parcerias para o desenvolvimento de novos produtos, tecnologias e mercados. Podem ser informais ou formais envolvendo, ou não, a posse de capital e criando, ou não, uma terceira entidade.

As alianças estratégicas muitas vezes são confundidas erradamente como um processo verticalmente integrado, o que, na realidade, para muitos autores como Williamson (1985) e Ricketts (1987) são características de uma forma organizacional "*quase-integrada*". Assim, existe uma forte relação entre duas ou mais empresas, sem que as mesmas estejam sob um único e mesmo comando decisório.

Existem diversos tipos de alianças estratégicas, como por exemplo as "*joint ventures*" e o "*franchising*".

Em termos de "*joint ventures*", de acordo com Webster (1992), In: Neves (1995:36; 1999:290-291), as "*joint ventures*" são "*um tipo de aliança estratégica em que há criação de uma nova firma, na qual os participantes são proprietários. Visam à perpetuidade e os sócios fundadores podem até mudar a participação acionária ao longo do tempo*".

A criação de "*joint ventures*" é freqüente quando empresas com tecnologias complementares desejam criar um produto ou serviço que aproveite as potencialidades de cada um dos participantes.

Principais vantagens de uma "*joint venture*":

- as empresas visam a ganhar mais força no atual ou em novo mercado;
- presença de um aporte financeiro duplo;
- maior capacidade gerencial e estratégica com a agregação de valores humanos;
- expansão da capacidade produtiva;
- maior potencial para absorver tecnologias;
- redução nos custos de inovação e distribuição de riscos.

Principais desvantagens de uma "*joint venture*":

- conflitos e custos de gerenciamento cultural e geográfico;
- riscos de fortalecer um futuro concorrente;
- riscos de absorção pelo mais forte.

Baseando-se em Ribeiro & Silva (1998), visando a clarificar ainda mais a teoria até aqui exposta, com relação ao "*franchising*", objetivar-se-á exemplificar os conceitos imersos na ECT (como especificidade dos ativos, freqüência, incerteza e outros), abordados nos itens anteriores, discutindo-se o sistema de franquia em termos mais profundos.

No Brasil, o sistema de franquia se fortaleceu a partir de 1986 durante o Plano Cruzado quando, devido às modificações no sistema monetário nacional, tornou-se lucrativo investir pequenos recursos em atividades já vitoriosas, visto as pequenas taxas de juros encontradas no mercado e as incertezas que marcavam as aplicações financeiras. Hoje em dia, com o Plano Real, o sistema de franquia encontra-se em uma clara tendência de crescimento.

Na última década, apesar de o Brasil ter se destacado no mercado mundial de *franchising* atraindo importantes empresas multinacionais, favorecendo o surgimento de novos nomes, os contratos de franquia apenas foram regulamentados no país no final de 1994.

O sistema de franquia, segundo a legislação brasileira, número 8.955, de 15 de dezembro de 1994, é definido como uma oportunidade de negócio pela qual:

“O franqueador cede ao franqueado o direito de uso de marca ou patente, associado ao direito de distribuição exclusiva ou semi-exclusiva de produtos ou serviços e, eventualmente, também ao uso de tecnologia de implementação e administração de negócio ou sistema operacional desenvolvidos ou detidos pelo franqueador, mediante remuneração direta ou indireta, sem que, no entanto, fique caracterizado vínculo empregatício”.

Embora o termo sistema de franquia seja empregado indiscriminadamente, Cherto & Rizzo (1989), citado por Suzuki (1994), classificam-no em quatro diferentes formas:

1. *Franchising* de Marca e de Produto (*Product and Tradename Franchising*): onde as franquias são utilizadas como um canal para a distribuição de produtos e serviços;
2. *Franchising* de Revenda ou Distribuição Exclusiva: as franquias são utilizadas como canal exclusivo para a distribuição de serviços ou produtos com a marca do franqueador, sendo encontrada somente nas lojas que operam sob a marca franqueada;
3. *Franchising* de Conversão: constitui-se na conversão de negócios já existentes em franquias de uma determinada marca;
4. *Business Format Franchising*: é a forma mais completa e atualizada do sistema. Nela o franqueador transfere a seus franqueados a marca e toda a tecnologia de implementação e operação das lojas associada a uma assistência de orientação permanente.

O *Business Format Franchising*, ou Franquia de Negócio Detalhadamente Dimensionado, ou ainda Franquia Empresarial, caracteriza-se pela padronização de todos os

seus produtos e/ou serviços comercializados, de forma a construir uma relação de confiabilidade da marca franqueada com o consumidor, independente da localização geográfica de determinada unidade.

Um dos pré requisitos ao sucesso de uma rede de franquia relaciona-se a uma marca forte, por ser este o elemento que assegura a existência de interesse de potenciais franqueados ao garantir, mesmo a um pequeno negócio, uma adequada inserção junto ao mercado consumidor. Neste contexto, a marca franqueada caracteriza-se por um dos principais ativos específicos encontrados neste sistema mercantil.

Esta característica, entretanto, conduz a um grande problema associado a este mecanismo de comercialização, o risco associado à má utilização da marca, que acarretaria elevados prejuízos financeiros .

Outro importante fator relacionado ao sistema de franquia refere-se à elevada frequência das transações efetuadas. Como analisado anteriormente, transações recorrentes possibilitam que as partes adquiram conhecimento uma das outras, reduzindo a incerteza; construindo uma reputação em torno de uma marca, criando um ativo específico e um compromisso confiável (*Credible Commitment*) em torno do objetivo comum de continuidade da relação, além de minimizar os custos da adoção de um estrutura complexa de governança.

Estes fatores e o elevado grau de dependência dos ativos empregados, bem como o alto nível de incerteza diante da possibilidade de prejuízos financeiros decorrentes de má utilização da marca franqueada e a recorrência das transações indicariam, em uma primeira análise, segundo o modelo proposto por Williamson (1991) a ser discutido no item 4.3, a necessidade da adoção de uma estrutura de governança hierarquizada, como uma solução ótima à minimização dos custos de transação.

Entretanto, os sistemas de franquia estruturam-se através das formas híbridas de governança, utilizando-se, assim, de contratos estritamente coordenados. Isso porque a grande

vantagem que conduz uma empresa a franquear algum ativo fixo e específico, que possua e que possa interessar a alguém pagar pela possibilidade de usá-lo, refere-se à redução dos custos de monitoramento e controle da comercialização, visto que os sistemas de franquia são, geralmente, utilizados em áreas distantes da atuação do franqueador. Assim, o franqueador transfere ao franqueado estes custos, que de certa forma inviabilizariam a adoção de formas verticalizadas, onde a expansão da rede se basearia em unidades próprias.

Contudo, inúmeros outros custos, dependendo das características de cada transação, devem ser considerados, como uma avaliação minuciosa do potencial franqueado, treinamento e assistência inicial aos funcionários, além de cláusulas contratuais que procuram evitar *ex-post* o mau uso da marca.

O sucesso da forma de governança mista (híbrida, ou contratual) pode condicionar o desenvolvimento de subsistemas produtivos estritamente coordenados. Os sistemas de franquia, diante da necessidade de garantir a regularidade, a padronização e a qualidade dos produtos e serviços comercializados por toda a rede, motivam seus fornecedores, em relações de longo prazo, a produzirem segundo técnicas e processos específicos. Esta coordenação do sistema produtivo a partir da transferência da informação necessária junto ao incentivo e a um rígido controle às regras exigidas, permite o desenvolvimento de subsistemas.

Como exemplo, pode-se citar o mercado de alimentação, onde os *fast food* formam um subsistema, uma vez que adotam estruturas de governança mais estritas, tais como os contratos de franquia enquanto as lanchonetes e restaurantes adquirem seus suprimentos diretamente dos Ceasa, atacadistas etc.

A existência de um subsistema pode condicionar o desenvolvimento do *global sourcing*, um fornecedor que supriria as necessidades da rede de franquia no âmbito global, constituindo, assim, um passo fundamental para a estratégia de padronização e valorização da marca, aliado à minimização dos custos de transação. Entretanto, algumas situações deparam-

se com obstáculos institucionais, como as barreiras fito-sanitárias, limitando os objetivos traçados pelas empresas, que terão que desenvolver e controlar diferentes fornecedores, elevando, assim, seus custos.

A coordenação do sistema produtivo realizada pelo sistema de franquia através de contratos permite também maior capacidade adaptativa às mudanças ocorridas, de maneira a atender melhor, mais rapidamente e com menores custos transacionais as necessidades dos consumidores.

Neste contexto, o sistema de franquia caracteriza-se por uma forma contratual de fornecimento e distribuição, cujo grande desafio encontra-se em oferecer produtos padronizados, específicos e diferenciados através da coordenação de todo um sistema produtivo.

Inúmeras podem ser as causas que conduzem uma empresa a franquiar algum ativo específico que possua e que possa interessar a alguém pagar pela possibilidade de usá-lo. Assim, a expansão da rede favorecerá uma maior notoriedade da marca franqueada ao atingir um maior número de consumidores proporcionando ganhos de escala em propaganda e marketing, além de ganhos de escala relacionados ao grande volume de compras necessário com o aumento dos canais de distribuição de produtos, mercadorias e serviços.

A possibilidade de crescer rapidamente sem grandes inserções de capital e com custos proporcionalmente inferiores a uma expansão baseada em lojas próprias, uma vez que geralmente é o franqueado quem arca com as despesas iniciais de instalação e pessoal, motiva em muito o franqueamento. Outro incentivo refere-se à facilidade de capital para a ampliação da produção, além de criar a possibilidade de parceria com os fornecedores, muitas vezes essenciais na existência de produtos específicos.

O franqueador, ao franquear seu negócio, usufruirá também da ausência de relação empregatícia, conforme a legislação nacional, visto que não possui vínculo empregatício com relação ao franqueado, nem tampouco com aos empregados por ele contratados.

Conforme já visto anteriormente, a grande vantagem em franquear seu negócio refere-se à redução dos custos de monitoramento e controle da comercialização, visto que os sistemas de franquia são geralmente utilizados em áreas distantes da atuação do franqueador.

O franqueador, portanto, funciona como um líder e facilitador do negócio, tendo como seus principais desafios a renovação contínua das suas vantagens competitivas, ao oferecer produtos de qualidade, mais baratos e diferenciados.

Ao franqueado, que comumente é caracterizado como um empreendedor mais avesso ao risco que o habitual, várias vantagens podem ser relacionadas. Dentre estas, destaca-se a possibilidade de receber qualquer lucro residual das operações de seu estabelecimento e de ingressar em um sistema já testado, aproveitando-se, desta maneira, da notoriedade da marca franqueada e, assim, do prestígio da rede.

O franqueado usufrui também de todo o prévio conhecimento do mercado e de uma assistência permanente oferecida, além da oportunidade de economias de escala na produção, distribuição, P&D e em propaganda e marketing.

Pode-se observar que o ganho de escala na produção e na distribuição do sistema de franquia associa-se à concentração das compras pelo franqueador, garantindo o fornecimento da mercadoria a ser elaborada. Esta condição é encontrada em grande número dos contratos, minimizando, assim, problemas na gestão do sistema de suprimentos. Investimentos em P&D no setor alimentício possuem relevante importância para as redes de franquia de alimentos, o que justifica na procura cada vez maior das redes em desenvolver equipamentos, técnicas e produtos específicos para determinada produção, cujo custo será dividido entre os franqueados. A realização das campanhas de propaganda e *marketing* pelo franqueador, como

ocorre na maioria das redes de franquia, ao criar um estreito vínculo de identificação com o consumidor e ao permitir a minimização dos custos através do rateio entre os inúmeros franqueados existentes, outro importante ganho de escala, visa a aumentar o nível de qualidade e a padronização da marca.

No sistema de franquia, portanto, a empresa franqueadora consegue colocar seus produtos no mercado com maior facilidade e com um menor investimento em termos de capital e menor custo de monitoramento, minimizando os custos de transação. O franqueado, dono do próprio negócio, por sua vez, conta com toda a experiência do franqueador, possibilitando a inserção de uma pequena empresa em um universo, já analisado e estruturado, onde "ser grande" é variável-chave de concorrência .

O mundo do franchising, entretanto, não se caracteriza apenas por vantagens a seus contratantes. Ao contrário, possui inúmeros problemas e desvantagens que devem ser consideradas.

Um típico problema encontrado neste mecanismo de comercialização refere-se à possibilidade de acúmulo de unidades franqueadas em uma mesma área geográfica pelo franqueador, embora seja do interesse deste distribuí-las racionalmente de modo a evitar a oferta excessiva em algumas regiões *versus* carência em outras. Entretanto, como o franqueador recebe uma taxa fixa por franqueado, em alguns casos, torna-se de "seu interesse" a multiplicação do número de franquias, visando a aumentar a quantia fixa recebida por elas, situação que pode resultar em uma competição muito forte entre os franqueados, corroendo, portanto, seus lucros.

Outro grande problema associado a esta estrutura de governança refere-se à possibilidade de uma má utilização da marca pelo franqueado, que acarretaria elevados prejuízos financeiros. O franqueador busca minimizar este problema através da motivação do franqueado pelo recebimento de qualquer lucro residual das operações de seu

estabelecimento, motivando-o, portanto, a desempenhar suas atividades da melhor forma possível, preservando a marca da rede. Assim, o franqueado possuiria uma maior motivação em maximizar os resultados (faturamento e rentabilidade) em comparação a um gerente.

Na tentativa de se proteger contra estes problemas e inúmeros outros (como a concorrência desleal entre lojas próprias e franqueadas e a utilização, por exemplo, do *know how* adquirido por ex-franqueados em atividades similares tornando-se, assim, potenciais concorrentes), alguns profissionais do ramo já consideram necessárias, adaptações na legislação. Contudo, este assunto é ainda polêmico, pois para muitos, os maiores problemas são causados por contratos mal elaborados e não pela ineficiência da lei vigente.

Diante desse contexto, antes que se concretize a união entre franqueador e franqueado, formalizando-se contratualmente o franchising, faz-se necessário que ambas as partes analisem a viabilidade de tal empreendimento.

Assim, por um lado cabe ao franqueado “investigar”, antes de efetivar o contrato, se o franqueador possui certas características, como uma marca forte, possibilitando uma maior força na competição pela distribuição de seus produtos; produtos e serviços que atendam os propósitos dos consumidores; tecnologia de instalação, operação e comercialização eficazmente transferível; padronização e qualidade dos produtos e serviços. Por outro lado, o sucesso do franqueador dependerá de uma perfeita adequação e posicionamento do franqueado perante suas normas, a fim de padronizar os produtos e serviços oferecidos pela rede. A escolha do potencial franqueado caracteriza-se, desta forma, por um processo longo e cuidadoso, sendo que um inicial e contínuo treinamento e assistência devem ser oferecidos aos franqueados e aos seus funcionários, além do desenvolvimento de cláusulas contratuais que procuram evitar o mau uso da marca.

Mathewson & Winter (1985) afirmam que os contratos de franquia impõem aos franqueados um padrão de qualidade dos produtos; um controle dos preços; uma programação

de pagamento de *royalty* e uma porcentagem do lucro bruto, enquanto que aos franqueadores, programas de treinamento; realização de campanhas de propaganda e *marketing*; monitoramento e inspeção das atividades dos franqueados e poder para rescindir, em alguns casos, o contrato caso as cláusulas não estejam sendo cumpridas conforme acordado.

Apesar de todos os possíveis conflitos que possam existir, a filosofia do sistema de franquia induz a uma dependência bilateral. Em outras palavras o sistema de franquia, analisado como uma forma contratual de fornecimento e distribuição, visa à cooperação entre franqueador e franqueado na busca de um sucesso comum como empreendedores, cujo êxito pode ser medido nos mais diferentes ramos de atividade em que o *franchising* está inserido.

E. Organizações em Rede (*NETWORKS*)

Webster (1992), In: Neves (1995:39; 1999:292-293) considera que:

"as organizações em rede são estruturas organizacionais complexas e multifacetadas, compostas de múltiplas alianças estratégicas , incluindo divisões, subsidiárias e revendedores. Têm gestão guiada para desenvolvimento e administração das alianças, coordenação de recursos financeiros e tecnologia, definição da competência principal e estratégica, relacionamentos com os consumidores e administração da informação para a rede. Tem como vantagem o fato de as empresas ficarem mais focadas e especializadas em suas atividades principais. Como exemplo, grandes montadoras como a General Motors, que se uniu a parceiros como Toyota, Volvo e Suzuki para criarem uma terceira empresa."

F. Integração Vertical

Segundo Azevedo (1996:1-2), a questão da integração vertical (verticalização, coordenação vertical, diversificação vertical ou forma hierárquica) é

"um dos pontos em que a literatura mostra-se bastante fértil, mas não completamente consolidada ... não somente não há concordância quanto ao que significa integração vertical, como também o mesmo objeto freqüentemente recebe diferentes denominações".

Ainda, segundo o referido autor (1996:2),

"genericamente, vertical é uma referência a processos produtivos complementares (aqueles que são necessários à produção de um produto final). Compreendem, portanto, os processos produtivos que geram todos os insumos utilizados na produção desse bem final, assim como os processos produtivos necessários à produção dos insumos dos insumos, e assim por diante ... Intuitivamente, o termo vertical está associado à idéia de "cadeias de agregação de valor", que tem seu início na produção de uma matéria prima, a qual se sujeita a sucessivos processos produtivos até chegar ao produto final ... Se o processo produtivo a ser incorporado é anterior àquele já dominado pela empresa, trata-se de uma integração vertical "para trás"- ou, do inglês, upstream. Se o processo produtivo a ser incorporado é um passo a mais em direção ao consumidor final, trata-se de uma integração vertical "para frente"- ou downstream".

Riordan (1990), citado por Azevedo (1996:3), define integração vertical como a *"organização de dois processos produtivos sucessivos por uma mesma firma, onde 'vertical' refere-se aos 'processos produtivos sucessivos' e 'integração' à organização desses processos pela mesma firma".*

Neves (1999:293-294) desenvolveu três quadros, que serão apresentados a seguir. Nos dois primeiros, 3.2 e 3.3, o autor apresenta o posicionamento de Stern et alii (1996) que mostra, de acordo com diversos autores, as principais vantagens e desvantagens da integração

vertical. Já no terceiro quadro, 3.4, são resumidas as principais relações entre formas de coordenação e as características das transações, ressaltadas nas letras A a F (Neves, 1995:47).

QUADRO 3.2: POSSÍVEIS VANTAGENS (BENEFÍCIOS) DA INTEGRAÇÃO VERTICAL

PORTER	WILLIANSO	BUZZELL	BHASIN & STERN
<ol style="list-style-type: none"> 1. Garantir Economia de : A . operações combinadas; B . coordenação e controle interno; C . informação. 2. Evitar o mercado. 3. Relacionamentos estáveis. 4. Aperfeiçoar a tecnologia. 5. Garantir oferta e/ou demanda. 6. Eliminar barganha. 7. Aumentar habilidade para diferenciação (valor agregado). 8. Aumentar barreiras de entrada e mobilidade. 9. Entrar em um negócio de alto retorno. 10. Defender-se contra fechamento do mercado. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Facilitar a adaptação em tomadas de decisão seqüenciais (economia sobre a racionalidade limitada). 2. Atenuar oportunismo. 3. Promover expectativas convergentes (reduzir incertezas). 4. Dominar informações. 5. Obter uma atmosfera de maior satisfação. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Reduzir custos de transação. 2. Garantir oferta. 3. Aumentar coordenação. 4. Aumentar capacidades tecnológicas. 5. Elevar barreiras de entrada. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Garantir suprimentos. 2. Racionalizar níveis de estoques. 3. Gerar economia em operações advindas de : a . interdependência tecnológica; b . eliminação de prêmio risco; c . custos de transação reduzidos; d . economias de escala; e . relacionamentos estáveis; f . obtenção de recursos. 4. Promover ganho de informação. 5. Alcançar diferenciação de produto e preço. 6. Estabelecer adaptabilidade. 7. Coordenar oferta e demanda. 8. Elevar barreiras de entrada. 9. Atingir diversificação.

Fonte: citada no quadro 3.3.

QUADRO 3.3: DESVANTAGENS (CUSTOS) DA INTEGRAÇÃO VERTICAL

PORTER	WILLIANSO	BUZZELL	BHASIN & STERN
<ol style="list-style-type: none"> 1. Custos de passar por barreiras de mobilidade. 2. Aumento de alavancagem operacional. 3. Reduzida flexibilidade para mudar de parceiros 4. Elevadas barreiras globais de saída. 5. Necessidade de investimentos de capital. 6. Fechamento de acesso para o fornecedor de pesquisa de mercado ou know-how. 7. Manutenção de balanço. 8. Incentivos. 9. Necessidades administrativas diferentes. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Predisposição a favorecer manutenção ou extensão de operações internas. 2. Distorção na comunicação. 3. Oportunismo interno. 4. Racionalidade limitada. 5. Adicionamento de burocracia. 6. Perda de envolvimento moral. 7. Incentivos. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Necessidade de capital. 2. Desbalanço. 3. Flexibilidade reduzida. 4. Perda de especialização. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Falta de economia com: <ol style="list-style-type: none"> a . desbalanceamento de estágios de operações integradas; b . administração; c . menores retornos. 2. Aumento da alavancagem operacional. 3. Barreiras para mobilidade.

Fonte dos Quadros 3.2 e 3.3: Stern et alii. In: Marcos Fava Neves, *Um Modelo para Planejamento de Canais de Distribuição no Setor de Alimentos* - Departamento de Administração, FEA/USP, Tese de Doutorado, São Paulo, 1999, p. 295.

QUADRO 3.4 - RELAÇÕES ENTRE FORMAS DE COORDENAÇÃO E CARACTERÍSTICAS DAS TRANSAÇÕES

TRANSAÇÕES DE MERCADO	TRANSAÇÕES REPETIDAS	RELACIONAM. LONGO PRAZO	ALIANÇAS ESTRATÉGICAS	ORGANIZ. EM REDE	INTEGRAÇÃO VERTICAL
INDUTORES					
Ativos envolvidos na produção pouco específicos	→	Ativos envolvidos na prod. medianamente específicos	→	Ativos envolvidos na produção muito específicos	
Produto transacionado é de pouca especificidade	→	Produto transacionado é de média especificidade	→	Produto transacion. é de grande especifici.	
Condições de baixa incerteza no mercado	→	Condições de média incerteza no mercado	→	Condições de alta incerteza no mercado	
CARACTERÍSTICAS					
Propriedade zero sobre ativos anteriores ou seguintes no sistema	→	Propriedade parcial sobre ativos envolvidos no sistema	→	Propriedade total sobre ativos anter. ou seguintes no sist.	
Sem comando decisório sobre os ativos da etapa de produção ou anterior ou posterior	→	Comando decisório parcial sobre os ativos etapa anterior ou posterior de produção	→	Comando decisório completo sobre ativos das duas etapas de produção.	
GERAM					
Acordos contratuais tipo "clássicos "	→	Acordos contratuais tipo "neoclássicos"	→	Acordos contratuais relacionais	
Controle da transação via mercado	→	Controle da transação bilateral	→	Controle da transação interno	

Fonte: Marcos Fava Neves, *Sistema Agro-industrial Citrícola: Um exemplo de Quase-Integração no Agribusiness Brasileiro* - Departamento de Administração, FEA/USP, Dissertação de Mestrado, São Paulo, 1995, p. 47.

Dando prosseguimento à abordagem, serão mostrados três modelos genéricos para a escolha organizacional mais adequada à determinada transação, baseando-se nos pressupostos dimensões das transações e comportamentais, apresentados no segundo item. Estes modelos contrapõem três formas distintas de estruturas organizacionais, que compreendem desde as formas puras de transação de mercado até as totalmente hierarquizadas, passando pelos inúmeros e diferentes arranjos contratuais denominados de formas híbridas.

CAPÍTULO 4

MODELOS PARA A ESCOLHA DE ESTRUTURAS DE GOVERNANÇA ALTERNATIVAS

"O problema paradigmático da empresa é o de se decidir 'produzir ou adquirir' no mercado, de onde a ECT mantém que a resolução desta questão está em torno da transação em si, bem como está diretamente relacionada aos seus atributos (especificidade dos ativos, frequência e risco) e recebe influência direta do ambiente institucional no qual a empresa está inserida."
Riordan & Williamson

4.1. Introdução

A minimização dos custos de transação pode ser obtida através da escolha da forma de governança mais adequada às características transacionais e ao ambiente institucional em que a organização encontra-se inserida, tornando-se, neste contexto, fundamental o dimensionamento e a identificação da natureza destas características.

O desenvolvimento de três modelos por Williamson (1985,1991) acrescido do perfeito detalhamento dos mesmos pelo professor Zylbersztajn (1995) teve como objetivo principal possibilitar a empresa a se decidir se é viável ou não estruturar-se verticalmente, ou seja, o

objetivo no detalhamento dos modelos é o de se verificar a estrutura de governança mais interessante para determinado tipo de negócio - seja mercado, formas híbridas ou formas hierárquicas (verticais) que minimize a somatória total dos custos de transação e de produção.

Desse modo, qual a melhor forma de conduzir o andamento dos negócios, em termos de estrutura de governança, que minimize os custos totais da empresa?

Buscando respostas para essa questão, Williamson (1991) ressalta a necessidade de se realizar uma Análise Institucional Comparada entre as três estruturas de governança: mercado, formas híbridas e formas hierárquicas (verticais), visando a introduzir realismo à análise neoclássica existente.

De acordo com Williamson (1991:103-105), antes de se definir a estrutura básica dos três modelos, faz-se necessário considerar outras três dimensões, que, além das dimensões das transações anteriormente apresentadas (especificidade dos ativos, frequência e incerteza) estão intimamente relacionadas aos padrões dos contratos (clássicos, neoclássicos e relacionais).

A **Adaptabilidade**, possui dois tipos distintos: Adaptação tipo A - induzida pelo sistema de preços e sem interferência institucional, e Adaptação tipo C - aquelas adaptações que necessitam da ação institucional para poderem se efetivar.

As adaptações que a empresa realiza têm como objetivo reagir da melhor maneira possível diante dos impactos provenientes do ambiente institucional. Para isso, a dimensão da adaptabilidade se relaciona aos padrões dos contratos de Macneil (1974; 1978), In: Williamson (1985), discutido anteriormente no item 3.4, resultando então que as formas de mercado estão relacionadas aos contratos do tipo clássico, as formas hierárquicas com os contratos relacionais e as formas híbridas com os contratos neoclássicos.

Assim, como coloca Zylberstajn (1995:74): "cada uma destas formas contratuais terá uma resposta diferente para lidar com as adaptações em consequência de impactos advindos do ambiente institucional".

De acordo com a tabela 4.1 de Williamson (1991:105), a adaptação (A) é mais forte em termos de mercado, semi-forte em termos de forma híbrida e fraca na forma hierárquica. Já a adaptação (C) é fraca na forma de mercado, semi-forte na forma híbrida e forte na forma hierárquica.

TABELA 4.1: ATRIBUTOS DISTINTOS DE ESTRUTURAS DE GOVERNANÇA DE MERCADO, HÍBRIDA E HIERÁRQUICA

Atributos	Estrutura de Governança		
	Mercado	Híbrida	Hierárquica
Instrumentos:			
Intensidade de Incentivos	++	+	0
Controles Administrativos	0	+	++
Atributos de Desempenho :			
Adaptação (A)	++	+	0
Adaptação (C)	0	+	++
Lei Contratual	++	+	0

++ = forte; + = semi-forte e 0 = fraco

Fonte: Oliver Williamson, Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives. *Administrative Science Quartely*, 36, June-1991,p. 105.

Outra dimensão a ser considerada são os **Incentivos**, cuja estrutura de governança de mercado possui a forma forte, "*no sentido de induzir ações de modo eficiente por parte dos agentes a um custo burocrático⁸ nulo*" (Zylbersztajn, 1995:75); a hierarquia possui a forma fraca e o modo híbrido possui a semi-forte.

A terceira dimensão relaciona-se ao nível de **Controles das estruturas de governança**, cujos custos de controle ou custos burocráticos são fortes nas estruturas hierárquicas, semi-fortes nas estruturas híbridas e fracos nas estruturas de mercado.

Assim, a estrutura de mercado possui altos incentivos a um custo burocrático nulo, enquanto que o outro modo polar de governança, as estruturas hierárquicas, possui baixos incentivos, porém altos custos de controle ou altos custos burocráticos.

A seguir serão apresentadas três versões do modelo explicativo das formas resultantes de governança (mercado, híbrida e hierárquica), das quais cabe às empresas a escolha daquela forma que minimize os seus custos totais, custos de produção somados aos custos de transação. Com base em Riordan & Williamson (1985) e Williamson (1991), verificar-se-á no item 4.2 o Modelo Heurístico, no item 4.3 o Modelo da Forma Analítica Reduzida e no item 4.4 o Modelo Integrado. A principal diferença entre os modelos é o seu grau de formalização, sendo apresentados em ordem do mais simples ao mais complexo.

4.2. O Modelo Heurístico

De acordo com Riordan & Williamson (1985:367-370), a Economia dos Custos de Transação mantém que o fator principal responsável pelas diferenças dos custos de transação é a especificidade dos ativos (k). Transações que são caracterizadas pelo nível de

⁸ De acordo com Williamson (1985:91), os custos burocráticos são aqueles necessários ao funcionamento de uma estrutura burocrática sendo, portanto, correspondentes aos custos de transação internos da firma.

especificidade de ativos (k) igual a zero ocorrem em mercados perfeitos onde o custo do funcionamento da economia é igual ou próximo a zero. Tais fatores são tratados pela análise neoclássica. Com a condição, no mundo real, de mercados imperfeitos e de diversos valores para a especificidade dos ativos, torna-se mais importante, entretanto, considerar os problemas de adaptação para os contratos bilaterais, já que contratos bilaterais complexos são invariavelmente incompletos e contingências poderão surgir para as quais as adaptações apropriadas não tem sido expressamente realizadas no estágio *ex-ante*.

Contratos de mercados autônomos são, assim, suplantados por formas mais complexas de governança quando a especificidade dos ativos se intensifica. Novas formas do estabelecimento de disputas, tais como a arbitragem, podem ser criadas e algumas transações podem ser removidas do mercado e organizadas interna ou hierarquicamente.

Entretanto, custos adicionais de execução de contratos surgem. O resultado é que a organização interna (ou hierárquica) possui um custo de governança progressivo sobre a organização de mercado quando a condição da especificidade do ativo se intensifica.

De acordo com Riordan & Williamson (1985:367-368), estes custos de adaptação (expressos como uma função da especificidade dos ativos) não são os únicos custos de transação que distinguem a firma do mercado. Tão importantes, embora menos desenvolvidos, são os incentivos diferenciais e os custos burocráticos discutidos no item anterior. Neste caso, mercados são instituições com altos incentivos, enquanto que organizações internas apresentam baixos incentivos.

As organizações internas apresentam uma série de custos burocráticos (excessos de diretrizes administrativas, viéses na substituição de investimentos etc.) em relação às organizações de mercado, porém, ambos os incentivos e custos burocráticos são relativamente independentes da condição da especificidade dos ativos.

Em síntese, deve-se considerar que a medida que a especificidade do ativo (k) se eleva, as transações de mercado vão sendo substituídas pelas transações internas:

- ◆ (k) baixo:
 - contratos externos à firma;
 - alto poder de incentivo;
 - baixos ou nulos custos burocráticos.
- ◆ (k) se elevando:
 - como os contratos são por natureza incompletos, a organização interna vai substituindo o mercado e as formas mistas;
 - trocam-se incentivos exercidos pelo mercado por uma maior capacidade de adaptação das estruturas internalizadas da firma.

Vários são os exemplos de custos que podem ser associados à forma Hierárquica de produção, como problemas de monitoramento do processo de tomada de decisões (custos típicos de "agency" vistos no item 1.4 na separação entre propriedade e controle); excessos de níveis hierárquicos; vieses na alocação de recursos a serem investidos; e necessidade de controles mais rígidos.

De acordo com Zylbersztajn (1995:82), as razões para a integração vertical podem ser agrupadas em três conjuntos:

- explicações baseadas no modelo neoclássico - busca de rendas monopolísticas advindas de barreiras à entrada de novas firmas associadas ao processo de integração;
- explicações associadas à ECT que são exploradas no desenvolvimento dos três modelos desta seção (*tradeoff* entre as formas polares de mercado e hierarquia);
- propósitos estratégicos das corporações.

Neste caso, o modelo heurístico orienta-se em vistas de se resolver a questão paradigmática colocada no item anterior: a empresa deve "fazer ou comprar" no mercado.

Para o desenvolvimento do modelo, Riordan & Williamson (1985:367-370) buscaram infiltrar a ECT usando a estrutura neoclássica que considera os conceitos que estão interligados com a maximização da função de lucro.

MODELO HEURÍSTICO:

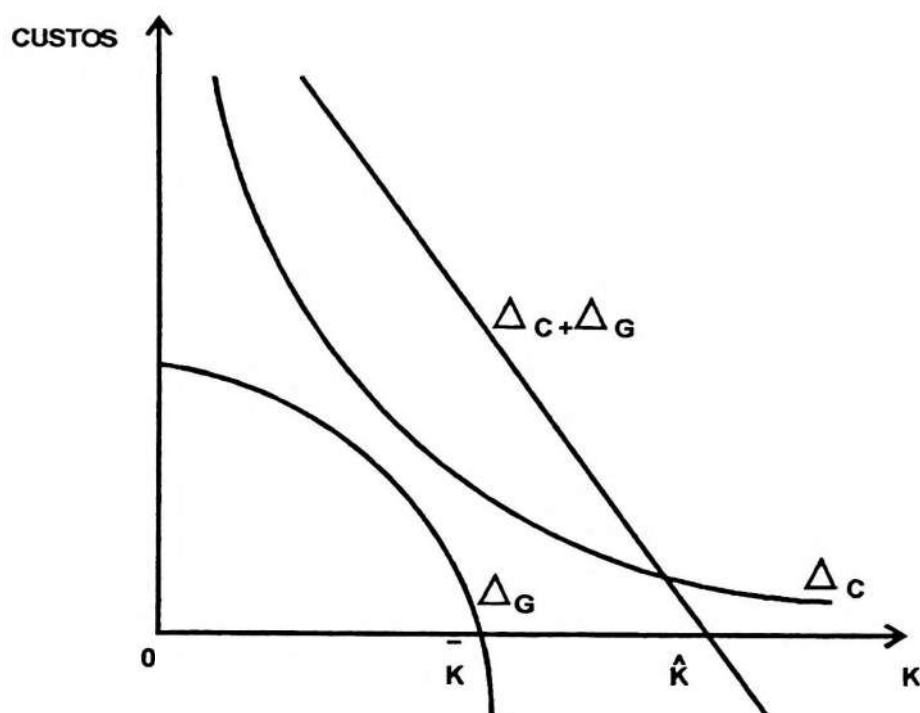
Pressupostos:

- nível de produção (X) constante - ($\partial X/\partial t = 0$);
- economia de escala e escopo são negligíveis;
- firmas e mercados possuem custos de produção idênticos (idêntica tecnologia adotada e insumos ofertados sem restrições).

Considerações (de acordo com Zylbersztajn, 1995: 83-86):

- (a) $B(k)$ = custos burocráticos associados à produção internalizada;
- (b) $M(k)$ = custos associados à forma de governança via mercado;
- (c) $B(0) > M(0)$ = em níveis baixos de especificidade de ativos o mercado é mais eficiente do que as firmas em termos de custos de transação em evitar os custos burocráticos;
- (d) $B' < M'$ = B' e M' representam a derivada da função em relação a (k). Assim, os mercados demonstram inabilidade para lidar com as adaptações impostas pelas mudanças no ambiente, conforme (k) se eleva, sendo esta perda de habilidade dos mercados associada ao crescente grau de dependência bi ou uni-lateral que surge conforme os ativos se tornam mais específicos;
- (e) $\Delta G = B(k) - M(k)$, onde:
- ΔG = custos burocráticos;
- $B(k)$ = custos burocráticos associados à produção internalizada;
- $M(k)$ = custos de governança via mercado.

FIGURA 4.1: MODELO HEURÍSTICO



Fonte: M. Riordan & Oliver Williamson, *Asset Specificity and Economic Organization*, *International Journal of Industrial Organization*, 3, 1985, p. 368.

A figura 4.1 mostra que:

- valor de ΔG é positivo quando $k = 0$ (consideração "c" acima) - em níveis baixos de especificidade de ativos o mercado é mais eficiente do que as formas internas. O mercado provê a flexibilidade necessária para as adaptações e os incentivos para que elas ocorram. Neste caso, os contratos externos à firma devido à dimensão incentivo são preferíveis;
- ΔG decresce com o aumento de k - menor habilidade dos mercados quando k aumenta;
- à medida que k aumenta, a diferença dos custos $B(k)$ e $M(k)$ decresce até chegar a zero, em um limite definido por \bar{k} (nível de \bar{k} onde $\Delta G = 0$). Se somente os custos burocráticos existissem, o nível de k indicaria a mudança da forma de governança de

mercado para interna, de onde a questão paradigmática do início "fazer ou comprar" estaria respondida. Entretanto, existem também os custos de produção que introduzem a possibilidade de ganhos de escala.

Nesse caso, além da função dos custos burocráticos, define-se a função produção como:

(f) $\Delta C(k) = C_i(k) - C_m(k)$, onde:

$\Delta C(k)$ = custos de produção;

$C_i(k)$ = custos de produção via integrada;

$C_m(k)$ = custos de produção via mercado.

- À medida que (k) aumenta, a diferença entre $C_i(k)$ e $C_m(k)$ declina (veja figura 4.1), porém, permanece positivo representando que $C_i(k)$, os custos de produção via integrada são maiores que $C_m(k)$, os custos de produção via mercado.
- À medida que (k) diminui associa-se aos custos via mercado muito pequenos.

Com isso, pode-se definir a equação que incorpora ambos os custos de produção e burocráticos como:

(1) $CT = \Delta C + \Delta G$ ou,

$$CT = (C_i(k) - C_m(k)) + (B(k) - M(k))$$

Na figura 4.1, a combinação das duas diferenças de custos é representada pela linha reta (por pressuposto) decrescente que cruza o eixo horizontal no nível onde a especificidade dos ativos é k^* . Assim, as conclusões que se pode tirar do modelo se relacionam diretamente com o nível da (k) especificidade dos ativos.

Considerando:

\bar{k} = nível de k onde $\Delta G = 0$

k^* = nível observado de k

$k^{\wedge} = \Delta G + \Delta C = 0$ (cruza o eixo horizontal), pode-se concluir:

1. Se $k^* > k^{\wedge}$ - elevado nível de (k) induz a integração (a decisão minimizadora de custos associada aos custos de produção e burocráticos será a solução interna);
2. Se $k^* < \bar{k}$ - a solução otimizadora será o mercado;
3. Se $\bar{k} < k^*$, k^{\wedge} - situação de indefinição (espaço para o surgimento de formas intermediárias, ou formas mistas entre estruturas de mercado e hierárquicas).

Contudo, de acordo com Zylbersztajn (1995:87) a principal conclusão do modelo é que: *"existem razões para a integração vertical que extrapolam os ganhos de escala e a busca de ganhos monopolísticos"*. E a questão paradigmática "fazer ou comprar" pode ser verificada claramente em consonância com os níveis de especificidade dos ativos existentes.

4.3. O Modelo da Forma Analítica Reduzida

O modelo proposto por Williamson (1991), para a escolha da estrutura de governança mais pertinente a determinada transação, considera três funções de custos para as organizações de produção via mercado (M), via hierárquica (H) e forma mista (X). Compreende desde as formas puras de transação de mercado até as totalmente hierarquizadas, passando pelos inúmeros e diferentes arranjos contratuais, denominados de formas híbridas, pressupondo-se constantes tanto o nível de incerteza como o atributo da frequência das transações, sendo considerados como únicos variáveis a (k) e (θ)⁹. Assim, embora Williamson (1991) considere as características transacionais e os pressupostos comportamentais, a variável-chave de decisão de seu modelo refere-se à especificidade de ativos, como no modelo analisado anteriormente.

⁹ θ - representa aspectos do ambiente na forma de parâmetros de deslocamento dos custos de transação.

A existência de diferentes estruturas relaciona-se ao melhor desempenho de determinadas combinações institucionais, com relação às características específicas de cada situação mercantil. A figura 4.2 apresenta o modelo de Williamson (1991), onde o custo das estruturas de governança (Mercado - M; Forma Híbrida - X e Hierarquia - H) varia em função da especificidade de ativos.

Definindo-se o Modelo:

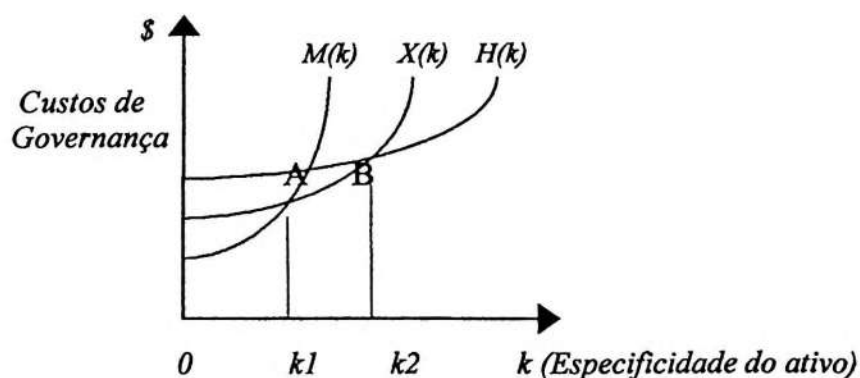
(2) $M = M(k, \theta)$, governança via mercado,

(3) $X = X(k, \theta)$, governança via contratual ou mista e

(4) $H = H(k, \theta)$, governança via hierárquica, de onde se conclui que:

- $M(\theta) < X(\theta) < H(\theta)$ - logo, com baixo nível de k os mercados são mais eficientes que os modos mistos que, por sua vez, são mais eficientes que os modos hierárquicos.

FIGURA 4.2: CUSTO DE GOVERNANÇA (\$) COMO FUNÇÃO DA ESPECIFICIDADE DE ATIVOS (K)



Fonte: Oliver Williamson, *Comparative Economic Organization: The Analysis of Discreet Structural Alternatives*. *Administrative Science Quartely*, 36, June-1991, p. 108.

De acordo com Zylbersztajn (1995: 90),

"o modelo representa a inadequação dos mercados e progressivamente a capacidade das formas híbridas e hierárquicas em lidarem melhor com as necessidades de adaptação advindas da característica de incompletude dos contratos. Esta característica fica evidenciada pela representação da declividade de cada curva a um dado nível de k , ou seja: $M' > X' > H'$, onde $i' = \partial i / \partial k$ ".

Pela figura 4.2 pode-se observar:

- k_1 e k_2 - níveis limites de especificidade a partir dos quais muda o modo de governança mais eficiente;
- as três curvas acabam definindo uma fronteira de eficiência de custos mínimos associada a níveis crescentes de k (pode-se observar este fato nos pontos A e B, onde representam sucessivamente as interseções entre as curvas M e X e X e H. Nesse caso, até k_1 a forma de mercado é a mais eficiente, de k_1 até k_2 a forma híbrida é melhor e após k_2 , a forma hierárquica ganha em termos de eficiência;
- os deslocamentos das três curvas podem resultar em mudanças nas condições do ambiente. Exemplificando, Zybersztajn (1995:91) cita:

"o desenvolvimento de relações de confiança entre gerentes de uma firma e seus proprietários que pode deslocar a curva $H(k)$ para baixo, movimentando k_2 para a esquerda... Um exemplo pode ser associado à compreensão da estrutura das firmas japonesas, ou aos arranjos contratuais que se observa em grupos étnicos, que em outros casos são levados a efeito de modo interno. Da mesma forma o estabelecimento de padrões para a comercialização de produtos agrícolas como os observados nos "veilings" na Holanda, podem deslocar para baixo a curva $M(k)$, permitindo a ação de formas de mercado de maneira eficiente".

Ao se considerarem situações mercantis esporádicas com baixo nível de especificidades de ativos, cujos preços são suficientes para motivar os agentes, como tratado por Williamson, In: Azevedo (1997): *“ideal neoclássico no qual os consumidores e produtores respondem independentemente a mudanças paramétricas dos preços, de modo a maximizar sua utilidade e lucros, respectivamente”*, a forma pura de mercado pode representar a opção mais eficiente.

Desta forma, o mercado *spot* pode apresentar uma maior capacidade adaptativa, visto uma maior agilidade na aquisição e utilização da informação obtida de forma descentralizada, adequando-se mais rapidamente às novas condições mercadológicas, com menores custos de transação. Utiliza-se, também, da possibilidade de mais facilmente se aproveitar de economias de escala estáticas, economias de escopo e benefícios decorrentes da agregação de demandas não-correlacionadas.

Entretanto, esta estrutura de governança, embora apresente fortes incentivos dados pela elevada associação entre esforço e remuneração, exerce pouco controle sobre as transações, além de possuir uma alta incerteza com relação à instabilidade dos preços que serão negociados.

O aumento dos ativos não realocáveis em transações recorrentes diminui a capacidade adaptativa do mercado *spot* ao refletir em custos de transação mais elevados. Assim, a forma pura de mercado deixa de ser a opção de maior eficiência econômica, abrindo espaço para a forma hierárquica e a híbrida.

A hierarquia possibilita um controle mais efetivo das transações por possibilitar ao responsável pela integração o exercício de um poder de *fiat*¹⁰, pela manutenção dos direitos residuais de controle, favorecendo que a maior parte dos conflitos contratuais seja resolvida internamente, sem o uso do poder judiciário. Entretanto, quando comparada ao mercado *spot*,

¹⁰ Ter poder de *fiat* representa ter autoridade. *Fiat* em latim significa "seja feito".

as alterações na estrutura informacional provenientes deste mecanismo acarretam em maiores custos de coleta e processamento das informações. Isto se explica pela necessidade de obtenção de informações que antes eram privadas a cada agente, exigindo a manutenção de um fluxo informacional até uma instância decisória central, dificultando, assim, que os dados sejam prontamente utilizados.

Segundo o modelo de Williamson (1991), a forma pura de mercado e a hierárquica caracterizam-se por estruturas polares, conforme se caminha em direção à segunda, perde-se em incentivo, ao passo que se ganha na eficiência do controle das operações. Este aumento do controle a partir da coordenação das atividades torna-se necessário com o aumento da especificidade dos ativos empregados, de forma a minimizar a ação oportunista dos agentes envolvidos. Assim, quanto maior a especificidade dos ativos empregados em determinada transação, a adoção de uma estrutura de governança que tenda à hierarquia será a opção mais eficiente, em termos da minimização dos custos transacionais.

Como verificou-se no início deste capítulo, as formas polares distinguem-se através de uma compensação entre incentivo e controle, uma vez que a escolha por maior controle implica necessariamente perda de incentivo, concluindo-se que a escolha da estrutura de governança não é um fato irrelevante.

Ainda que ter o domínio sobre todas as etapas da produção possa parecer sempre vantajoso por possibilitar uma maior eficiência na coordenação e gerenciamento da produção, a integração vertical (estrutura hierárquica) nem sempre se caracteriza como a melhor opção.

Neste caso, a forma híbrida de governança incentiva e motiva o comportamento desejado das partes envolvidas através da elaboração de contratos onde se estabelecem ações cooperativas entre fornecedores, distribuidores, e até mesmo institutos de pesquisa público e/ou privados. Nestes contratos, busca-se *ex-ante* o estabelecimento de instrumentos que motivem estes agentes a um objetivo comum: a competitividade de todo o sistema através da

satisfação do consumidor final, ao mesmo tempo em que um rigoroso controle com relação a determinadas regras e padrões de qualidade sejam estabelecidos, além de salvaguardas contratuais que minimizem a atuação oportunista das partes.

Assim, de acordo com Williamson (1991:107):

"...A solução de mercado poderá ser vender o bem ou serviço por completo (ou diretamente, completamente). A intensidade do incentivo é portanto controlada, mas uma subotimização poderá também ocorrer (dissipação da marca, etc.). O franchising concede maior autonomia que a hierarquia mas o franchising possui muitas regras comparado com o mercado. Custos de controle e adaptações locais são maiores sob o franchising do que a hierarquia, e a subotimização é reduzida sob o franchising quando comparado com o mercado..."

Williamson (1991:109-111) propõe uma representação matricial para o modelo da Forma Analítica Reduzida, de onde supõe dois tipos de respostas adaptativas causadas pelos impactos sobre os custos: autônomas ou bilaterais. Supondo que o tipo de adaptação depende do grau da especificidade dos ativos, e se a especificidade do ativo é chamada de k_j e supondo que esta poderá tomar qualquer um dos três valores:

- k_j (ou k_1) = 0 investimento genérico;
- k_j (ou k_2) > 0 investimento semi-específico;
- k_j (ou k_3) = ∞ investimento idiossincrático.

Assume-se ainda que qualquer um dos quatro tipos abaixo relacionados pode representar os ajustamentos para os impactos:

- I. Completamente autônomo - em que os autores ajustam-se independentemente;
- II. Principalmente autônomo - o ajustamento afeta ambos os agentes, surgindo alguma necessidade de interação adaptativa;

- III. Principalmente coordenado - o tipo de ajustamento que demanda, efetivamente, uma ação interativa dos agentes;
- IV. Completamente coordenado - a adaptação só pode se efetivar a partir da intensa relação entre os agentes.

Se p_{ij} é uma matriz de probabilidades que representa a probabilidade da ocorrência de uma adaptação do tipo i , onde $i = I, II, III$ e IV , poderá ser requerida se a condição da especificidade do ativo (k) for obtida e a matriz $[p_{ij}]$ seja dada por:

TABELA 4.2: PROBABILIDADE DE ADAPTAÇÃO (i) DADA A CONDIÇÃO DE ESPECIFICIDADE DO ATIVO (k)

P_{ij}	k1	k2	k3
I	1.00	.25	.10
II	.00	.25	.10
III	.00	.25	.40
IV	.00	.25	.40

Fonte: Oliver Williamson, *Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives*. *Administrative Science Quarterly*, 36, June-1991, p. 110.

Assume-se a seguir que cada adaptação, caso seja implementada com sucesso e com um valor menor, poderá produzir (render) custos esperados idênticos, e também que pode existir uma habilidade de adaptação perfeita a cada tipo de impacto determinado. Se for a eficácia com a qual o modo j ($j = M, X, H$) é capaz de implementar adaptações do tipo i ($i = I, II, III$ e IV), a matriz e_{im} é dada pelos resultados da Tabela 4.3 abaixo:

TABELA 4.3: EFICÁCIA DOS MODOS DE GOVERNANÇA EM FUNÇÃO DO TIPO DE ADAPTAÇÃO

eij	M	X	H
I	1.00	0.9	0.7
II	.7	0.9	0.4
III	.2	0.5	0.5
IV	-.2	0.0	0.5

Fonte: Oliver Williamson, *Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives*. *Administrative Science Quarterly*, 36, June-1991, p. 110.

Onde $e_{im} = 1.0$ é o grau de adaptabilidade, e $e_{im} = 0.0$ é equivalente (em termos de eficácia) à não adaptação.

A suposição de eficácia incorporada nesta última matriz prova as seguintes observações:

- Somente a célula e_{im} tem o valor de 1.0. Essa condição - adaptações para um distúrbio para o qual adaptação exatamente autônoma é apropriada - corresponde à transação ideal na lei e economia (contrato de mercado clássico);
- A eficácia do mercado declina como dependência bilateral estabelecida, tornando-se negativa exatamente no caso cooperativo IV (pior que nenhuma adaptação como um todo). Esta última reflete a natureza conflitual da troca de mercado para a transação do tipo bilateralmente dependente;
- O modo híbrido é quase tão bom como o mercado para adaptações exatamente autônomas, sendo melhor que o mercado em todas as outras categorias de adaptação, e é bom ou melhor que a hierarquia em todas as categorias para cada coordenação que é indicada;

- A hierarquia é afetada pelos custos burocráticos, de onde não tendo desempenho próximo a 1, são superiores na presença de adaptações estritamente coordenadas.

Se C_{jm} for os custos da não adaptação esperados para usar o modo m para efeitos das adaptações; a especificidade dos ativos for do tipo k_j e a ineficácia for dada por $1 - e_{im}$, os custos da não adaptação esperados são:

(5) $C_{jm} = \sum i_{pij} (1 - e_{im})$ - custos da não adaptação das formas de governança

A nova matriz dos custos da não adaptação das formas de governança será dada pelo cálculo das células das duas matrizes anteriores da seguinte forma:

C_{jm}	M	X	H
k1	C1m	C1X	C1H
k2	C2m	C2X	C2H
k3	C3m	C3X	C3H

Resultando a matriz apresentada na tabela 4.4.

De acordo com Williamson (1991:111), os valores mais baixos em cada linha (custo mínimo) são resultados da combinação de mercado, híbrida e hierárquica com condições de especificidade de ativos k_1 , k_2 e k_3 respectivamente. Estes custos são consoantes com as relações mostradas na figura 4.2 onde se considera β o custo de participação econômica. Se β for maior ou igual a zero, os interceptos dos custos burocráticos associados com a especificidade do ativo zero (k_1) serão para o mercado, (k_2) para a forma híbrida e as maiores especificidades para a hierárquica, respectivamente.

TABELA 4.4: CUSTOS DE NÃO ADAPTAÇÃO DAS ESTRUTURAS DE GOVERNANÇA

C_{jm}	M	X	H
k1	.000	.100	.300
k2	.575	.425	.475
k3	.830	.620	.490

Fonte: Oliver Williamson, *Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives*. *Administrative Science Quarterly*, 36, June-1991, p. 111.

4.4. O Modelo Integrado

Este modelo desenvolvido por Riordan & Williamson (1985:370-377) assume como pressuposto básico que as formas de mercado e hierárquica possuem a mesma tecnologia de produção (custos de produção).

Se:

(g) $R = R(x)$ - receita a um determinado nível de produção X ;

(h) $C = C(X, k, \alpha)$ - custo de produção em relação a:

X = nível de produção

k = especificidade do ativo

α = vetor de parâmetro de deslocamento (parâmetro de mudança/ maior α maior o efeito de redução dos custos)

Assumindo-se que:

- $C_x > 0$, os custos são crescentes com o nível de produção;
- $C_k < 0$, os custos são inversamente relacionados a k ;
- $C_{xk} < 0$, os custos marginais são inversamente relacionados a k ;
- $C_k \alpha < 0$, a variação dos custos de produção com a resposta ao nível de k está inversamente relacionada ao parâmetro de deslocamento;
- $C_x \alpha < 0$, a variação dos custos de produção com a resposta ao nível de k está inversamente relacionada aos custos marginais;
- C_k é constante;
- γk representa a especificidade do ativo em relação a uma constante por unidade de custo γ .

a Função Lucro (sem custo de governança) será:

$$(6) L(X, k, \alpha) = R(x) - C(X, k, \alpha) - \gamma k$$

Considerando-se que:

- esta função é totalmente côncava com pontos de ótimo das variáveis X e k , definidas a partir da maximização de segunda ordem:

- $\frac{\partial L(X, k, \alpha)}{\partial X} = 0$, $LX^*(X, k, \alpha) = 0$

- $\frac{\partial L(X, k, \alpha)}{\partial k} = 0$, $Lk^*(X, k, \alpha) = 0$,

define-se, assim, os níveis ótimos de X e k que maximizam o lucro.

Introduzindo-se os custos de governança:

(i) $G_i = \beta + V(k)$, para o modo interno, onde $\beta > 0$ e $V(k) > 0$;

(j) $G_m = W(k)$, onde $W(k) > 0$ e $W(k) > V(k)$, avaliados no mesmo nível de k .

As expressões de Lucro correspondentes são:

(7) $L_i (X, k; \alpha) = R(X) - C(X, k; \alpha) - \gamma k - \beta - V(k)$, para a governança interna;

(8) $L_m (X, k; \alpha) = R(X) - C(X, k; \alpha) - \gamma k - W(k)$, para a governança de mercado.

As novas condições de maximização de lucro de primeira ordem conduzem às seguintes expressões:

Para a governança interna:

$$(9) \frac{\partial L_i}{\partial X} = R_x - C_x = 0$$

$$\frac{\partial L_i}{\partial k} = -C_k - \gamma - V'(k) = 0$$

$$\frac{\partial L_i}{\partial k} = -C_k - \gamma - V'(k) = 0$$

$$\frac{\partial L_i}{\partial k} = -C_k - \gamma - V'(k) = 0$$

Para a governança de mercado:

$$(10) \frac{\partial L_m}{\partial X} = R_x - C_x = 0$$

$$\frac{\partial L_m}{\partial k} = -C_k - \gamma - W'(k) = 0$$

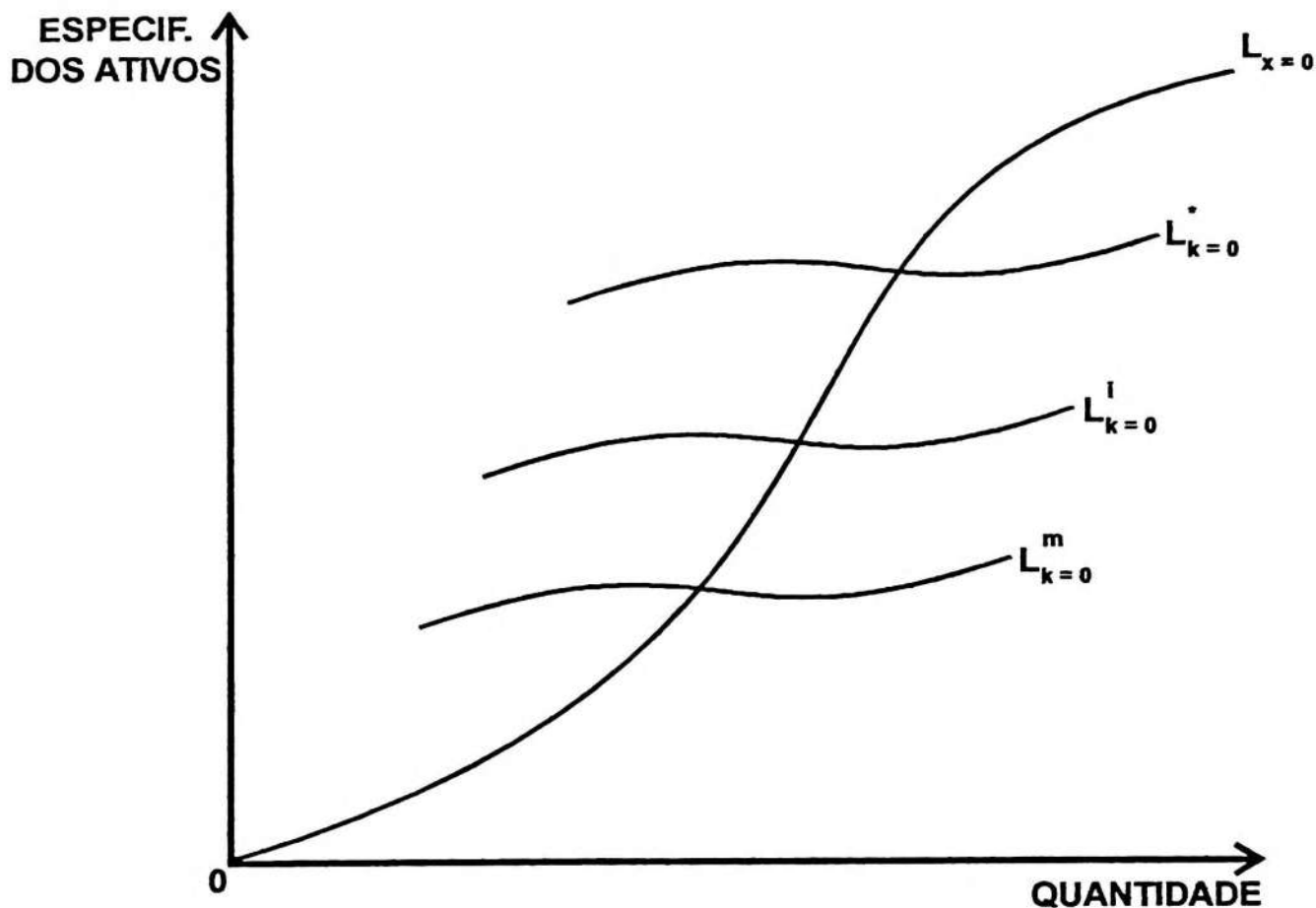
$$\frac{\partial L_m}{\partial k} = -C_k - \gamma - W'(k) = 0$$

$$\frac{\partial L_m}{\partial k} = -C_k - \gamma - W'(k) = 0$$

O ponto ótimo de produção dado k é obtido igualando o custo marginal à receita marginal $C_{mg} = R_{mg}$ (a partir da equação 6), em que o nível ótimo de especificidade de ativo k , dado o produto X , é dado pela minimização conjunta dos custos de produção e de governança, visto que:

$\frac{\partial L^*}{\partial X \partial k} = -CXk > 0$, os pontos de ótimo de X dado k e dos pontos de ótimo para k dado X podem ser representados na figura 4.3.

FIGURA 4.3 - NÍVEIS ÓTIMOS DE PRODUÇÃO



Fonte: M. Riordan & Oliver Williamson, *Asset Specificity and Economic Organization*, *International Journal of Industrial Organization*, 3, 1985, p. 372.

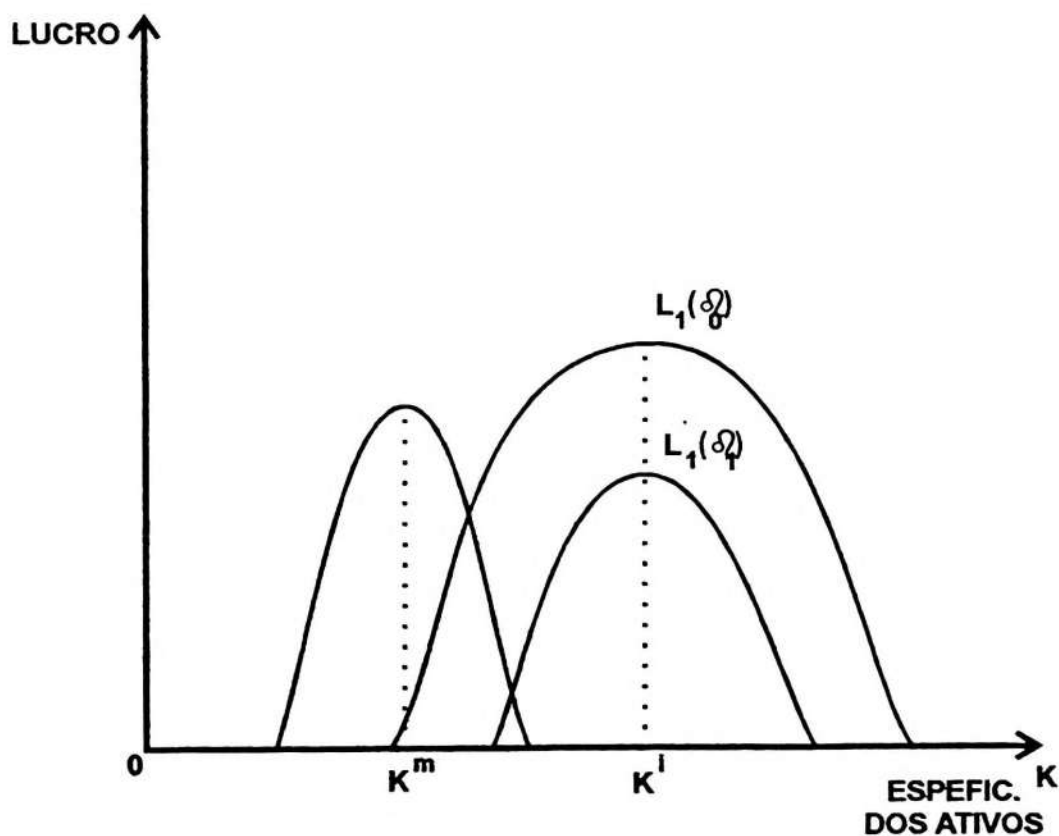
Pode-se observar através da figura 4.3 que:

- As condições de otimização de X são idênticas independentes do tipo de governança, a curva $L_x = 0$ é a mesma para todos;

- No caso de derivação de primeira ordem em relação a k , estas diferem, pois o locus dos pontos das coordenadas de k e X para $L_{km} = 0$ estará sempre abaixo do locus referente à expressão $L_{ki} = 0$. Portanto, $X_i > X_m$ e $K_i > k_m$.

Entretanto, a firma poderá escolher entre fazer ou comprar de acordo com os modos que fornecem maior lucro em cada região. A figura 4.4 mostra a lucratividade como uma função da especificidade dos ativos, a escolha do nível ótimo de produção para cada valor de k .

FIGURA 4.4: LUCRO EM RELAÇÃO À ESPECIFICIDADE DOS ATIVOS



FONTE: M. Riordan & Oliver Williamson, *Asset Specificity and Economic Organization*, *International Journal of Industrial Organization*, 3, 1985, p. 372.

Um fato interessante a se notar na figura 4.4 é que existe uma curva de lucro para a forma M, entretanto existe uma família de curvas de lucro para as formas de governança internas, uma para cada valor de custo burocrático representado pelo parâmetro β . Uma importante conclusão ressaltada por Zylbersztajn (1995:102) é que:

"Fica assim evidenciada a importância dos arranjos burocráticos internos que podem justificar ou não a integração em determinada firma...No exemplo ilustrado na figura, a escolha recairá no modo interno se os custos burocráticos forem β_0 e recairá na organização via mercado se os custos forem β_1 ".

Riordan & Williamson (1985:373) consideram, agora, a introdução de custos de produção distintos, onde a firma é incapaz de agregar demanda (escala), sem penalidade.

Sendo:

- $H(X, k)$ = a desvantagem de custo de produção por unidade de produto da firma;
- $C_m = C(X, k; \alpha)$;
- $C_i = C(X, k; \alpha) + H(X, k) X$, onde $H(x, k)$ é o custo médio e X é a quantidade;
- $\frac{\partial H}{\partial X} < 0$, mais produção e menos custo;
- $\frac{\partial H}{\partial k} < 0$, mais ativo específico e menos custo;
- $H(X, k)X > 0$, se aproxima assintoticamente de zero $\lim_{X \rightarrow \infty} H(X, k)X = 0$,
 $X \rightarrow \infty$ e $k \rightarrow \infty$; assim, pode-se definir a função representativa dos custos marginais associados ao nível de especificidade do ativo como sendo:

$$(11) M(X, k) = H_x(X, k) X + H(X, k)$$

Zylbersztajn (1995 : 103) considera que com esta expressão:

"para níveis baixos de produção a penalização dos custos totais de produção será positiva, mas passará a declinar a partir de determinado nível de produção, decrescendo assintoticamente à medida em que a firma aproxima-se da produção permitida pelo mercado...a desvantagem de custos declina a partir de determinado nível de produção... os resultados são mais conclusivos para níveis elevados do que para pequenos níveis de produção."

Riordam & Williamson (1985 : 374-377) realizam as seguintes conclusões do modelo:

- O *gap* aparente entre a teoria ortodoxa da firma e a abordagem da Economia dos Custos de Transação deve ser reduzido;
- A partir daqui, deverá surgir uma operacionalização progressiva da Economia dos Custos de Transação;
- Firms que decidirem, por razões de lucratividade, se integrarem (produzirem as suas próprias necessidades) vão produzir mais a custos menores do que se forem impedidas de fazê-lo;
- Os custos de governança podem ser tratados como custos adicionais de não adaptação.

Como principais limitações, pode-se notar que:

- O modelo não considera os aspectos estratégicos para a escolha do modo de governança;
- As especificidades dos ativos foram consideradas todas de um único tipo, sendo que como foi visto no item 3.3, podem ser além de outras formas: locacionais, físicas, humanas, dedicadas, temporais e de marcas.

CAPÍTULO 5

PROPOSTA DA APLICAÇÃO DA ECONOMIA DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO NA ADMINISTRAÇÃO FINANCEIRA DO CAIXA

"Dívidas e patrimônio podem ser descritos como instrumentos financeiros. Mas é ilusão pensar em dívidas e patrimônio somente em termos financeiros se as diferenças econômicas críticas entre estes dois instrumentos se tornam também nas suas diferentes estruturas de governança. Uma teoria combinada de finanças corporativas e governança corporativa faz-se necessária".
Williamson & Winter

O presente trabalho apresenta uma abordagem específica e diferenciada ao sustentar a necessidade do desenvolvimento de uma teoria combinada de finanças corporativas e governança corporativa, objetivando-se formular um modelo teórico baseado na ECT, com vistas à utilização para o estudo da administração financeira, especialmente em análise o caixa das organizações.

Sob a ótica financeira, as instituições (corporações) são vistas como entidades que necessitam administrar fundos (ou recursos financeiros), cabendo ao administrador financeiro

assegurar que o capital movedor do negócio esteja disponível nos montantes adequados, no momento certo e ao menor custo.

Sabe-se que o mecanismo que representa a captação dos recursos financeiros e a aplicação destes recursos financeiros constitui o mecanismo de coordenação do sistema financeiro da empresa, mas a questão financeira principal dentro das organizações constitui-se em como coordenar eficientemente este sistema financeiro para que a empresa alcance, ou até mesmo supere, os resultados planejados.

A empresa efetua a captação dos recursos financeiros através do capital de terceiros e do capital próprio. Pelo capital de terceiros, pode-se obter recursos a curto prazo (passivo circulante) e a longo prazo (exigível a longo prazo). Pelo capital próprio, pode-se obter recursos através de fundos a longo prazo fornecidos pelos proprietários da empresa.

Em relação à aplicação dos recursos financeiros, a empresa aplica os recursos captados sob duas formas: nas contas de investimento da empresa ou no mercado financeiro, em termos de sobras de caixa.

Dessa forma, administrar as aplicações e as captações dos recursos financeiros representa minimizar os custos totais provenientes das transações financeiras de investimentos e empréstimos de caixa. A gestão do caixa é uma das áreas fundamentais da administração do ativo circulante. Por ser o caixa o ativo de maior liquidez, a sua adequada utilização permite equilibrar os fluxos de entrada e saída de recursos da empresa e evitar crises inesperadas de liquidez.

Vários são os pontos, a serem observados para se alcançar tal minimização de custos, como por exemplo, o administrador financeiro deve determinar quais são as características do ambiente institucional em que a empresa está inserida.

Como North (1991,1994) salienta, em termos macroanalíticos, é no ambiente institucional que se desenvolvem as "regras do jogo". Tal ambiente leva os gestores a

determinar quais são as variáveis controláveis e incontroláveis sujeitas às instituições de governança (mercados, formas híbridas e hierárquicas).

De acordo com Welsch (1996:25-26), as variáveis controláveis são aquelas que podem ser planejadas e manipuladas pela administração, como por exemplo, a qualidade e a quantidade de empregados, o volume de capital necessário pela empresa etc, enquanto as variáveis incontroláveis são aquelas que não podem ser influenciadas pela administração, como o crescimento da população, as atividades dos concorrentes, atos terroristas etc.

Entretanto, o cerne de nosso objetivo não é o enfoque macroanalítico, mas sim, a proposta de Williamson (1985, 1986, 1991, 1996), que considera a visão microanalítica das estruturas de governança, cuja transação é a unidade de análise.

Por isso, em termos de investimentos e empréstimos de fundos, o gestor deve determinar quais são as transações que envolvem a busca dos recursos financeiros, como obter estes recursos e como aplicá-los, em vistas de maximizar o retorno da transação sob os menores custos possíveis.

Uma vez obtidos os recursos financeiros, deve-se determinar quais são as transações na empresa que maximizam a aplicação destes recursos, bem como os devidos custos destas transações.

Em termos de gestão dos recursos financeiros, a teoria econômica clássica se baseia na existência de um mundo perfeito para delinear a base teórica existente. Neste mundo perfeito, os administradores financeiros não são capazes de obter lucros extraordinários usando as informações disponíveis, porém momentos de perfeição, em se tratando de mercados perfeitos, são raros de se encontrar, segundo Scherr (1989 : 2-3):

"Se o mundo fosse perfeito, ou seja, sem riscos e incertezas nos negócios, a administração do capital de giro seria algo irrelevante. Este mundo seria isento de custos de transações, os quais envolvem principalmente os

custos da compra ou venda de um título, tais como as comissões dos corretores e as taxas bancárias exigidas nas negociações. Os custos unitários provenientes da produção dos bens seriam constantes em relação aos montantes produzidos. As taxas de juros tanto para se tomar empréstimos e emprestar seriam as mesmas. Como o mundo em que as firmas funcionam é imperfeito, existe o fator risco e a incerteza quanto à demanda, quanto ao preço do produto no mercado, quanto à qualidade dos produtos. Os custos de transações existem tanto para a compra ou venda de bens ou títulos. O processo informacional é caro tanto para se obter como para se transmitir e a informação não é igualmente distribuída e acessada pelas firmas. Existem spreads entre as taxas de emprestar e tomar emprestado para investimentos e financiamentos de igual risco. Os mercados não são perfeitamente competitivos gerando conseqüências, como oscilações nos preços dos produtos".

Essas características e inúmeras outras do mundo real, como taxas flutuantes de inflação, redução do mercado comercial pela corrosão dos salários, altas taxas de juros para se contrair empréstimos e outras mais, devem ser consideradas como fatores problemáticos com os quais a administração da empresa deverá estabelecer cuidadosamente as estratégias para maximizar os resultados do negócio.

Tendo em vista que a unidade de análise da ECT é a transação, caracterizam-se, assim, os mecanismos de captação e aplicação de recursos financeiros como sendo transações da administração financeira que devem constituir-se em unidades de análise. E nesta análise, a conta caixa aparece como sendo o principal mecanismo de coordenação das entradas e saídas dos recursos no sistema financeiro, visto ser através da conta caixa que ocorrem tanto as entradas como as saídas dos recursos financeiros.

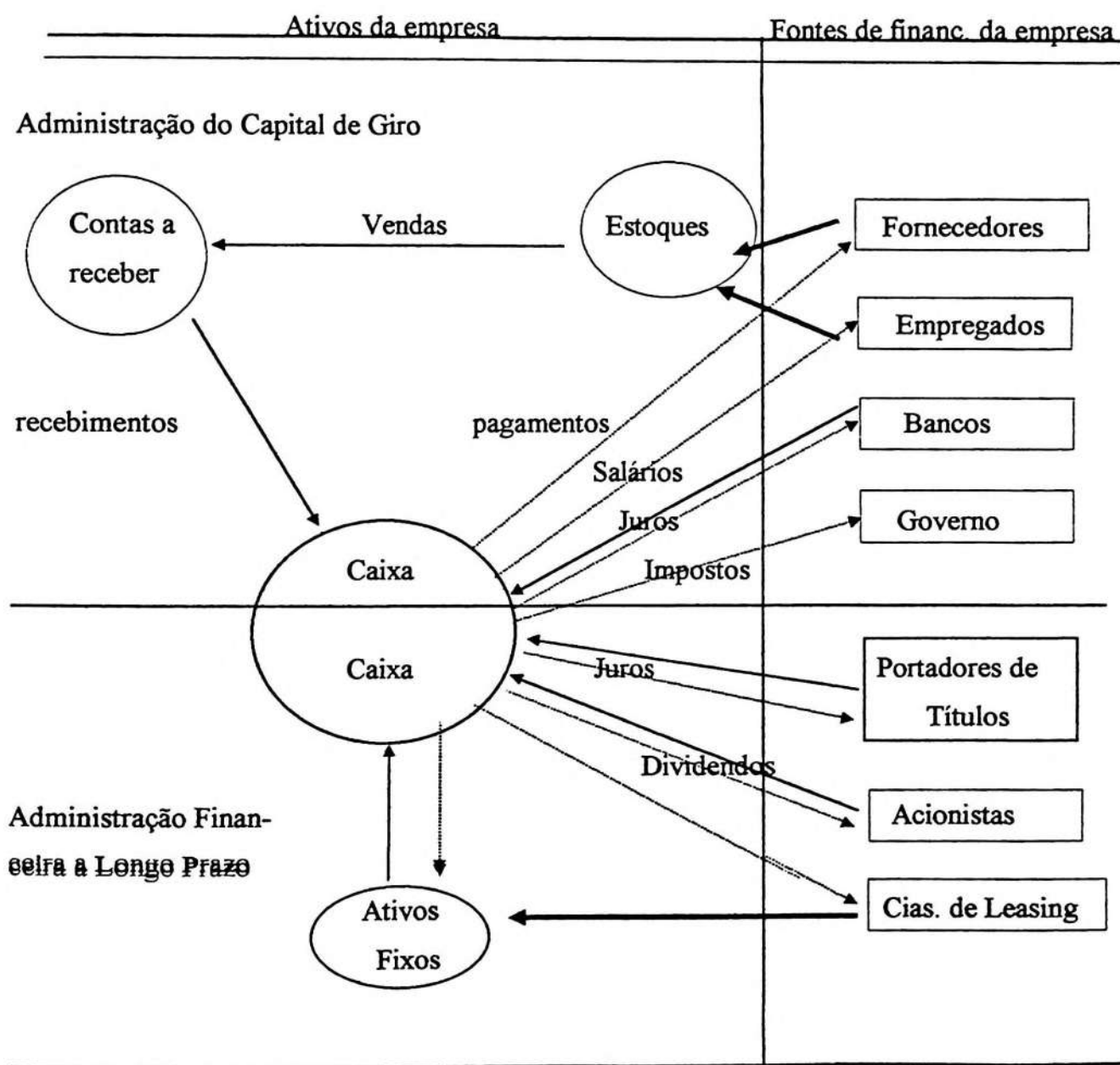
Este fato ocorre ao se analisar o Capital de Giro das empresas.¹¹No lado do ativo circulante, em se tratando de empresas industriais, atacadistas e varejistas, a conta estoque se transforma em duplicatas a receber (caso as vendas sejam a prazo) ou em caixa (caso as vendas sejam à vista). Na primeira situação, em um segundo momento as duplicatas a receber se transformam em caixa quando pagas pelos clientes.

Já o lado do passivo circulante representa a fonte de recursos financeiros do curto prazo, onde as principais transações são marcadas pelos pagamentos de salários, impostos, empréstimos, fornecedores etc., e aonde tem-se a saída de recursos da conta caixa.

Smith (1980 : 6) apresenta um diagrama do fluxo de caixa de uma empresa, figura 5.1, onde as setas contínuas em direção ao caixa representam entradas de recursos, como contas a receber, empréstimos bancários, recursos próprios (acionistas), recursos de terceiros e vendas de ativos fixos; as setas segmentadas, em sentido contrário ao caixa, representam as saídas de recursos, como pagamentos a fornecedores, pagamentos de salários, juros, dividendos e impostos, pagamentos a companhias de arrendamento mercantil e aquisição de ativos fixos. Da metade para baixo, a figura se relaciona com a administração financeira a longo prazo (administração dos ativos permanentes, do endividamento a longo prazo e do capital próprio), enquanto que da metade para cima, ela se relaciona com a administração do capital de giro (administração dos ativos e passivos a curto prazo). O caixa aparece tanto em uma parte como na outra evidenciando a importância de se administrarem os fluxos dos recursos da firma como um todo. Cada conta que se transaciona direta ou indiretamente com a conta caixa gera custos de transação.

¹¹ A Administração do Capital de Giro da empresa envolve a gestão dos recursos financeiros administrados no ativo circulante (caixa, aplicações financeiras, duplicatas a receber, estoques etc.) e no passivo circulante (contas a pagar, empréstimos a pagar etc.).

FIGURA 5.1: DIAGRAMA ESQUEMÁTICO DO FLUXO DE CAIXA DE UMA FIRMA



Fonte: SMITH, K.V., "An Overview of Working Capital Management". In: *Readings on the Management of Working Capital*, West Publishing, 1980, p. 6.

Ao se considerarem as transações de caixa apresentadas na figura 5.1 de Smith (1980:6), pretende-se, nesta tese, formular um modelo teórico baseado nos atributos da ECT, discutidos nos capítulos anteriores, com vistas à utilização dos mesmos para o estudo da administração financeira do caixa das empresas.

Para isso, os atributos da ECT, discutidos anteriormente, serão apresentados no quadro 5.1. A proposta será de que os Fluxos dos Recursos Financeiros podem ser analisados como conjuntos de transações onde as estruturas de governança resultantes serão um resultado otimizador do alinhamento das características das transações existentes no ambiente financeiro. Nesta análise, os custos de transação são distintos de zero e a otimização se reflete na busca de estruturas contratuais que sejam condizentes com a maximização *ex-ante* e *ex-post* destes custos.

Em relação ao primeiro atributo discutido no quadro 5.1, especificidade dos ativos (k), pode-se notar que as transações ocorridas nas estruturas de governança de Mercado (M) caracterizam-se por serem não específicas ou pouco específicas. Esta especificidade aumenta a partir do momento em que se passa de Estruturas de Governanças Híbridas (X) com especificidade média para Estrutura de Governança Hierárquica (H) que apresenta transações com ativos altamente específicos.

Em termos financeiros, as transações de caixa ocorridas com os ativos circulantes e com os passivos circulantes se caracterizam por serem pouco específicas, ou seja, estes ativos são altamente reempregáveis por estarem em constante mudança no Ciclo Operacional e no Ciclo Financeiro¹² da empresa.

¹² Ciclo Operacional é o tempo decorrido entre a compra da matéria-prima até o recebimento referente à venda do produto. Ciclo Financeiro é o período de tempo entre o pagamento dos insumos e o recebimento pela venda do produto acabado.

QUADRO 5.1: ATRIBUTOS DAS TRANSAÇÕES EM RELAÇÃO AS ESTRUTURAS DE GOVERNANÇA

ESTRUTURAS DE GOVERNANÇA \ ATRIBUTOS	ESPECIFICIDADE DOS ATIVOS (K)	FREQÜÊNCIA	INCERTEZA	ADAPTABILIDADE TIPO A	ADAPTABILIDADE TIPO C
MERCADO (M)	Não específicos	Ocasionais/ Recorrentes	Baixa	++++ +++ ++	0 0 0
HÍBRIDAS (X)	Médios	Ocasionais/ Recorrentes	Média	+ + +	+ + +
HIERÁRQUICAS (H)	Altamente Específicos	Recorrentes/ Ocasionais	Alta	0 0 0	++ +++ ++++

ESTRUTURAS DE GOVERNANÇA \ ATRIBUTOS	INCENTIVOS	CONTROLES	LEI CONTRATUAL	TIPOS DE CONTRATOS	CUSTOS DE TRANSAÇÃO
MERCADO (M)	++++ +++ ++	0 0 0	++++ +++ ++	Clássicos	Baixos
HÍBRIDAS (X)	+ + +	+ + +	+ + +	Neoclássicos	Médios
HIERÁRQUICAS (H)	0 0 0	++ +++ ++++	0 0 0	Relacionais	Altos

Fonte: A autora

As transações de caixa ocorridas com ativos permanentes, passivos exigíveis a longo prazo e patrimônio líquido se caracterizam por serem altamente específicas, ou seja, a transação, uma vez implementada, dificilmente será revertida, a não ser com perda de valor do capital investido ou financiado, apesar de esta reempregabilidade depender da estrutura de governança que está sendo considerada. Neste caso, a especificidade dos ativos em relação ao caixa deve ser verificada em termos de que estrutura de governança é mais adequada para que as transações ocorram, pois tanto a busca de recursos através do capital próprio como pelo capital de terceiros representa a escolha de instrumentos financeiros que melhor se adaptem à realidade da empresa. Entretanto, a busca destes recursos não pode ser pensada apenas em termos de uma escolha de instrumentos financeiros, mas também, na determinação de uma estrutura de governança que se adapte a determinada transação.

A segunda dimensão, a frequência das transações em termos de caixa no lado dos ativos e passivos circulantes, caracteriza-se por transações altamente repetitivas (recorrentes). Já o lado do ativo permanente, exigível a longo prazo e patrimônio líquido, caracteriza-se por transações ocasionais. Em ambos os casos, faz-se necessário uma estrutura de governança a mais especializada possível em vistas de se controlar adequadamente o fluxo de recursos, considerando-se logicamente o *tradeoff* custo benefício da realização de tal estrutura.

A terceira dimensão citada, a incerteza das transações, é verificada pela ECT como as partes pertencentes de uma transação se protegem da incerteza associada à possibilidade de que os elementos acordados entre as partes não sejam cumpridos. Por outro lado, a administração financeira realiza transações de captação e aplicação de recursos financeiros que geram custos *ex-ante* e custos de transação *ex-post*. Este ambiente de custos, por sua vez, gera incerteza relacionada à possibilidade de que a empresa não consiga aplicar o valor pré-determinado no período combinado, ou incerteza relacionada à possibilidade de que a empresa não consiga cumprir as determinações dos empréstimos efetuados.

Por estes motivos, surge a necessidade de a empresa analisar os direitos e obrigações de cada parte pertencente na negociação. Quanto maior o grau de incerteza, maiores serão os custos *ex-ante* de elaboração dos contratos (visando à minimização de custos *ex-post*). Como exemplo de uma transação, pode-se citar um empréstimo a curto prazo. Além dos custos normais de transação do empréstimo entre Instituição Financeira e empresa, quais deveriam ser os tipos de incerteza em que a empresa poderia incorrer caso não conseguisse cumprir o acordo contratual?

Os tipos de incerteza poderiam ser vários, como por exemplo, uma supervalorização do índice de reajuste do empréstimo. Neste caso, para eliminar muitos tipos de incerteza, estratégias de *hedging* devem ser realizadas.

Scherr (1989:114), através da tabela 5.1, sintetiza as características e os riscos de várias estratégias de *hedging* usadas para se proteger contra a incerteza existente nas previsões de caixa.

Conforme analisado no capítulo anterior, os atributos do quarto ao nono do quadro 5.1 variam de intensidade dependendo da estrutura de governança de que se está tratando.

Quanto ao décimo atributo, custos de transação, a transação financeira de caixa constitui o objeto de análise. Transações financeiras ocorridas em estruturas de governança de mercado possuem baixos custos de transação por ocorrerem em estruturas de governança que possuem altos incentivos e baixos controles. Na situação oposta, os custos das transações financeiras aumentam à medida que as transações passam a ocorrer em estruturas de governança que possuem incentivos baixos e necessidade cada vez maior de se estabelecerem controles (formas híbridas para hierárquicas).

TABELA 5.1: CARACTERÍSTICAS DE ALGUMAS ESTRATÉGIAS DE HEDGING PARA RISCOS NA PREVISÃO DE CAIXA

<i>HEDGE</i>	<i>RISCO DE DEFICIÊNCIA DE CAIXA QUANDO APLICÁVEL</i>	<i>CUSTOS</i>
1. Manter uma reserva de caixa extra.	Protege qualquer deficiência	1. Perda de oportunidade no investimento no montante do custo de capital da firma.
2. Manter uma reserva de ativos quase caixa.	Protege qualquer deficiência	1. Perda de Oportunidade no investimento em termos da diferença entre a taxa de retorno sobre os investimentos e o custo de capital da firma. 2. Custos de transação de compra, reinvestimento e vendas de ativos
3. Arranjar capacidade extra para tomar empréstimos.	Protege qualquer deficiência	1. Despesas desembolsadas para aplicar e resgatar empréstimos extras. 2. Taxas de juros sobre a capacidade extra de tomar empréstimos para uma proteção máxima necessária.
4. Investir excedentes temporários em ativos quase-caixa ao invés de ativos a longo prazo.	Somente durante excedentes	1. Se a curva de rentabilidade é positiva existe a diferença na rentabilidade entre investimentos quase-caixa e os investimentos a longo prazo. 2. Custos de transação de compra, reinvestimento e vendas de ativos.
5. Investir excedentes temporários em investimentos a longo prazo e proteger-se do risco da taxa de juros com opções em futuros financeiros.	Somente durante excedentes	1. Custo dos contratos de opções. 2. Possíveis perdas devido a mudanças na base.

Fonte: F. R. Scherr, *Modern Working Capital Management: Text and Cases*.
New Jersey: Prentice-Hall, 1989, p.114.

Além dos atributos das transações relacionados no quadro 5.1, esta tese considera como princípio as suposições comportamentais em que a ECT se baseia, ou seja, os indivíduos são oportunistas e racionalmente limitados.

A racionalidade limitada dos indivíduos é claramente observada no ambiente financeiro, cujos acontecimentos futuros, como por exemplo, a oscilação do preço de mercado das ações gerando custos *ex-post*, dificilmente são previstos pelos gestores. Assim, surge a necessidade de se criarem salvaguardas contratuais (custos *ex-ante*) que minimizem o problema da incompletude contratual, com o propósito de se reduzirem os custos *ex-post* através destas eventuais salvaguardas.

Outra suposição comportamental da ECT é que os agentes econômicos são oportunistas, fato verificado na área financeira, como por exemplo, nas diversas decisões de financiamento de empresas que buscam maximizar o seu valor de mercado através de criar oportunidades de financiamento, pela projeção de títulos no mercado, visando ao recebimento do maior valor possível.

Como exemplo, Ross (1995:262) afirma que uma das formas de criar oportunidades de financiamento com valor é "*Ludibriando os Investidores*", ou seja, oferecendo títulos ao mercado que tenham mais valor do que realmente valem, numa conduta totalmente oportunista.

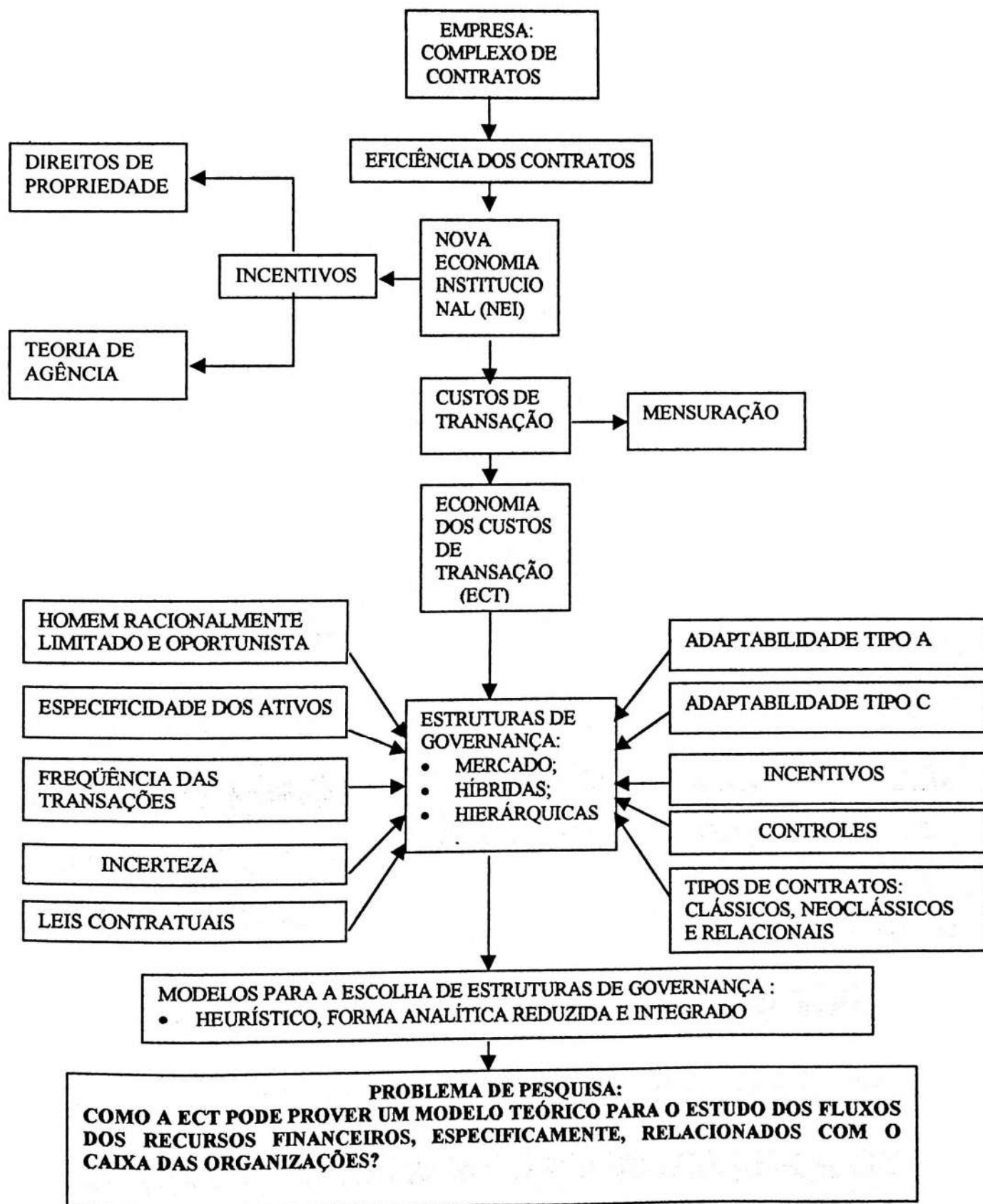
"Suponha que uma empresa possa captar recursos emitindo ações ou um título mais complexo, digamos, uma combinação entre ações e warrants. Suponhamos que, na realidade, 100 ações valham o mesmo que 50 unidades de nosso título mais complexo. Se investidores tiverem uma visão distorcida e excessivamente otimista do título complexo, talvez as suas 50 unidades possam ser vendidas por mais do que o valor das 100 ações. Claramente, este título complexo oferece uma oportunidade de financiamento valiosa, pois a empresa estará obtendo mais do que realmente vale."

Na busca de se enquadrarem todas estas características dos atributos e pressupostos comportamentais desenvolvidos pela ECT na administração do fluxo de recursos financeiros, especificamente na administração financeira do caixa das organizações, propõe-se o modelo da tese apresentado na figura 5.2.

Devido ao pouco conhecimento que se tem a respeito da Nova Economia Institucional (NEI), a Economia dos Custos de Transação (ECT), daí a justificativa de só agora apresentar um modelo de pesquisa, devido à necessidade de se ter tido preliminarmente que mergulhar na profusão de termos e idéias dessa teoria recente e pouco conhecida.

Para tanto, no próximo capítulo, buscar-se-á investigar e obter resposta para o problema gerador da tese e para as questões delineadas na introdução do trabalho, verificando se as questões de pesquisa são ou não condizentes com as indagações preliminares.

FIGURA 5.2: MODELO DA TESE: PROPOSTA DA APLICAÇÃO DA ECT NA ADMINISTRAÇÃO FINANCEIRA DO CAIXA



Fonte: A autora

CAPÍTULO 6

O USO DA ECONOMIA DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO EM MODELOS DE ADMINISTRAÇÃO DE CAIXA

*"Se soubéssemos por que as empresas tomam determinadas decisões estaríamos em melhores condições para ajudá-las a melhorar essas decisões."
Brealey & Myers*

6.1. Introdução

Em termos de aplicações financeiras, de uma maneira geral, as empresas assumem que os montantes envolvidos nas aplicações são suficientemente grandes e que o tempo do investimento suficientemente maior em relação aos custos de transação, que por sua vez, são muito pequenos comparados ao rendimento proveniente do investimento.

Entretanto, os juros do rendimento do investimento muitas vezes são menores que os seus custos de transação, principalmente se os montantes aplicados são pequenos ou se os períodos de aplicação são muito curtos.

Nesse caso, existem modelos que discutem as decisões de aplicações temporárias e a determinação do saldo apropriado de caixa para as circunstâncias em que os custos de transação são considerados.

Neste capítulo, discutir-se-ão cinco modelos com base em Scherr (1989:124-154) e em Ross (1995:557-559), que fornecem estratégias de custos de transação diferentes de zero. Estes modelos são nomeados pelos próprios nomes dos seus autores: o modelo de Ross, o modelo de Baumol, o modelo de Beranek, o modelo de Miller-Orr e o modelo de Stone.

Cada um destes modelos apresenta estratégias ótimas de fluxos de caixa em relação a um determinado período de tempo, ou seja, cada modelo assume um padrão particular de fluxos de caixa futuros e desenvolve uma estratégia ótima de investimentos e desinvestimentos, considerando-se os *tradeoffs* entre o rendimento do investimento e os custos de transação envolvidos.

Um fato importante a ser observado são as limitações oriundas de cada modelo, provenientes das suposições feitas em cada modelo que, se não observadas, pode-se levar a resultados econômicos e financeiros impróprios e incoerentes.

Após a colocação de cada modelo de gestão de caixa, realizar-se-á uma proposta do inter-relacionamento dos mesmos com a teoria da Economia de Custos de Transação, procurando-se determinar em relação aos modelos (Modelo Heurístico e Modelo Integrado de Riordan & Williamson), a escolha da Estrutura de Governança mais adequada, considerando-se para este inter-relacionamento, o modelo de pesquisa da tese desenvolvido no capítulo anterior. A proposta do modelo recai na idéia de que a ECT pode prover um importante suporte teórico para o estudo de finanças corporativas, em especial para o estudo da administração do caixa.

Com isso, pretende-se apresentar uma extensão ao corpo teórico da NEI, voltada à ECT, relacionando uma parte da administração financeira a estas teorias.

O modelo da Forma Analítica Reduzida de Williamson (1991) não será utilizado pelo fato de ser um modelo probabilístico de adaptação que se utiliza de parâmetros de

ajustamento entre agentes das Estruturas de Governança e não entre transações específicas como as que ocorrem na conta caixa.

6.2. O Modelo de Ross

De acordo com Ross (1995), as entradas e as saídas de caixa da empresa muito dificilmente são sincronizadas gerando a necessidade de se manter determinado nível de saldo em caixa. Se este nível de saldo mantido não for suficiente, a empresa poderá ficar sem dinheiro, necessitando vender títulos negociáveis ou tomando empréstimos. Tanto a venda de títulos negociáveis como a obtenção de fundos emprestados envolvem custos de transação.

Apesar de a origem dos conceitos colocados por Ross (1995) ser proveniente da abordagem econômica clássica, esta tese considerará estes conceitos sob a ótica da ECT. Sendo assim, os custos de transação apresentados no modelo de Ross (1995), bem como nos demais modelos apresentados à frente (modelos de Baumol, Beranek, Miller-Orr e Stone) serão considerados os mesmos custos de transação discutidos pelos teóricos da ECT.

Tal fato ocorre porque os pesquisadores da ECT, como o professor Oliver Williamson, introduziram a teoria da análise transacional na teoria da firma, ao considerarem que a firma é um complexo de contratos (complexo de transações) que geram custos de transações *ex-ante* e *ex-post*, além dos custos de produção abordados pela economia clássica.

Já o custo de manutenção dos saldos de caixa é representado pelos juros que a empresa poderia ter recebido, se aplicasse esse saldo de caixa em um investimento alternativo, ou seja, este custo de manutenção de saldo de caixa é o custo de oportunidade representado pelos juros perdidos. Martins et alii (2001:187), em relação ao conceito de custo de oportunidade, argumentam que:

"a comparação entre o investimento aceito e a melhor alternativa rejeitada pode oferecer relevantes elementos para avaliar a decisão. Caso o primeiro supere a segunda, a escolha foi acertada e registramos um lucro. Se ocorrer o contrário, apuramos um prejuízo e evidenciamos que a ação não maximizou (realizada) ou maximizará (planejada) os benefícios possíveis."

Em termos de custo de oportunidade de saldos de caixa, Ross (1995:553) salienta que:

"Se a empresa tiver alcançado seu saldo desejado de caixa, o valor que estará obtendo da liquidez proporcionada pelo saldo de caixa será exatamente igual ao valor sacrificado em termos dos juros de um saldo equivalente de Letras do Tesouro. Em outras palavras, uma empresa deverá aumentar seu saldo de caixa até que o valor presente líquido de fazê-lo se iguale a zero. O valor da liquidez incremental cairá se o saldo de caixa for superior a esse nível."

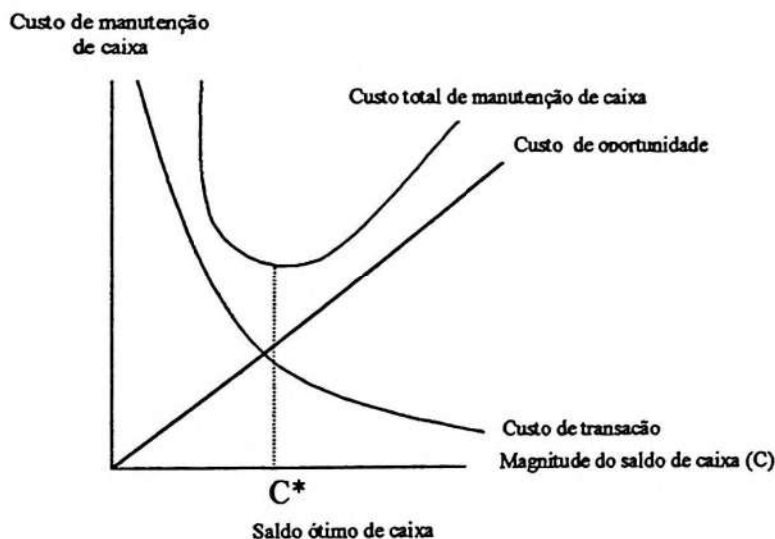
Desta forma, qual será o saldo de caixa adequado? O saldo adequado de caixa envolve o equilíbrio entre os custos de oportunidade da manutenção de um saldo excessivo e os custos de transação procedentes da manutenção de um saldo muito pequeno. Custos de transação estes provenientes de uma eventual falta de caixa.

De acordo com Ross (1995:554-555), na figura 6.1,

"Se uma empresa procura manter o seu saldo de caixa a um nível muito baixo, acabará vendendo títulos negociáveis (e posteriormente recomprando títulos para substituir aqueles que tenham sido vendidos) mais freqüentemente do que se o saldo de caixa fosse mais elevado. Portanto, os custos de transação tenderão a cair com a elevação do saldo de caixa. No ponto C da figura, a soma dos dois tipos de custo, representada pela curva de custo total, é mínima. Esse é o ponto representativo do saldo ótimo ou apropriado."*

Em relação ao modelo apresentado por Ross (1995:554-555), o custo total de manutenção de caixa representa os custos de oportunidade acrescidos dos custos de transação.

FIGURA 6.1: CUSTOS DE MANUTENÇÃO DE SALDOS DE CAIXA



Fonte: Stephen Ross. *Administração Financeira*. São Paulo: Atlas, 1995, p.554.

6.2.1. Proposta do Modelo de Ross sob a Concepção do Modelo Heurístico

O modelo Heurístico proposto por Riordan & Williamson (1985:367-370), discutido no capítulo quatro, considera que a empresa possui custos de produção e custos burocráticos (ou de transações). O principal fator responsável pela diferença dos custos de transação entre transações são as variações na especificidade dos ativos (k).

Tanto os custos de produção, como os custos burocráticos (ou de transação) variam diretamente com a intensificação da especificidade dos ativos envolvidos.

Quanto mais esta especificidade se intensifica mais as transações passam de Estruturas de Governança via mercado para Estruturas de Governança hierárquicas devido à necessidade de custos contratuais adicionais e devido ao fato de que em situações de baixa especificidade, as transações efetuadas no mercado são mais eficientes do que as transações efetuadas em estruturas de governança hierárquicas, fato que se deve à influência direta das três dimensões apresentadas no quadro 5.1: adaptabilidade, incentivos e controle.

As estruturas de governança de mercado possuem uma alta indução do sistema de preços sem interferência institucional, com adaptações que necessitam da ação institucional para poderem se efetivar, de altos níveis de incentivo para que as transações ocorram e de custos de controle baixos.

Já na estrutura de governança polar, hierárquica, as características dimensionais são totalmente invertidas.

Considerando-se os mesmos pressupostos propostos pelos autores para o desenvolvimento do modelo, a equação de Riordan & Williamson (1985:369), que incorpora ambos os custos de produção e de transação, foi definida como:

$$(1) CT = \Delta C + \Delta G \text{ ou,}$$

$$CT = (C_i(k) - C_m(k)) + (B(k) - M(k)) \text{ onde:}$$

CT = custos totais

ΔC = variação dos custos de produção

$C_i(k)$ = custos de produção via forma hierárquica (interna);

$C_m(k)$ = custos de produção via forma de mercado.

ΔG = variação dos custos de transação

B(k) = custos de transação via forma hierárquica

M(k) = custos de transação via forma de mercado

A expressão que representa o modelo de Ross (1995:554-555), visualizado pela figura 6.1, pode ser definida como: o custo total de manutenção de caixa que são os custos de oportunidade mais os custos de transação:

$$(2) CT = \Delta O + \Delta G \text{ onde:}$$

CT = custos totais;

ΔO = variação dos custos de oportunidade;

ΔG = variação dos custos de transação

PROPOSTA N.º 1:

Considerando-se que:

- Os custos de manutenção de saldos de caixa são representados pelos juros que a empresa poderia ter recebido, se aplicasse esse saldo de caixa em um investimento alternativo, ou custos de oportunidade onde, na área financeira, os custos de produção serão considerados os custos de oportunidade de manutenção dos saldos de caixa;
- Os custos de transação considerados por Riordan & Williamson (1985:367-370) serão os mesmos apresentados por Ross (1995:554-555);
- A medida principal de comparação entre as estruturas de governança polares (transações de mercado-transações hierárquicas) constituirá a especificidade do ativo (k) que se elevará à medida que as transações de mercado vão sendo substituídas pelas transações hierárquicas.

Propõe-se que os custos totais de manutenção de saldos de caixa de Ross (1995) sejam incorporados na equação de Riordan & Williamson (1985), que considera ambos os custos de produção e de transação.

Desta forma, a equação proposta será:

$$(P1) \text{ CT}(k) = \Delta O(k) + \Delta G(k) \text{ ou}$$

$$\text{CT}(k) = (O_i(k) - O_m(k)) + (G_i(k) - G_m(k))$$

onde:

CT(k) = custos totais de manutenção de saldos de caixa em termos da especificidade dos ativos;

$\Delta O(k)$ = variação dos custos de oportunidade em termos da especificidade dos ativos;

$O_i(k)$ = custos de oportunidade via forma hierárquica;

$O_m(k)$ = custos de oportunidade via forma de mercado;

$\Delta G(k)$ = variação dos custos de transação em termos da especificidade dos ativos;

$G_i(k)$ = custos de transação via forma hierárquica;

$G_m(k)$ = custos de transação via forma de mercado.

Analisando este modelo retratado pela fórmula P1 pode-se concluir que o mesmo envolve a escolha de determinada Estrutura de Governança em relação às transações de caixa, estruturas que estejam diretamente relacionadas aos seus atributos: especificidade dos ativos(k), frequência, incerteza, adaptabilidade tipo A, adaptabilidade tipo C, incentivos, controles, lei contratual, tipos de contratos e custos de transação apresentados no quadro 5.1 e discutidos no capítulo anterior.

Pela fórmula proposta, a Estrutura de Governança de Mercado será a mais adequada quando o nível de especificidade de ativos (k) for baixo devido aos baixos custos de transação de caixa (ou baixos custos burocráticos), ou seja, nas transações de mercado, os custos de transação de caixa são baixos pelo fato de as transações serem induzidas pelo sistema de preços e com pouca ou nenhuma interferência institucional, em termos dos custos provenientes do atributo adaptabilidade A. Neste caso, tanto a venda de títulos negociáveis como a obtenção de fundos emprestados em termos de caixa envolverão baixos custos de transação. Além do mais, em termos do atributo incentivo, a Estrutura de Governança de mercado possui a forma forte, não só *"no sentido de induzir ações de modo eficiente por parte dos agentes a um custo burocrático nulo"* (Zylbersztajn, 1995:75), mas também no sentido de serem altamente regidos pelas leis contratuais. Assim, o mercado apresenta incentivos fortes devido à elevada associação entre o esforço despendido pelos agentes em vistas da remuneração pretendida.

A Estrutura de Governança de Mercado está intimamente relacionada aos padrões estabelecidos pelos contratos Clássicos, cujo controle das transações de caixa, em termos do atributo frequência, está relacionado a transações não específicas, ocasionais ou recorrentes. Pelo fato de o mercado servir como modo de governança principal, a identidade das partes é irrelevante. As alternativas de mercado funcionam para proteger cada parte envolvida do oportunismo, com o sistema de preços carregando todas as informações relevantes.

Já a Estrutura de Governança Hierárquica (interna ou polar) possui as características totalmente inversas da Estrutura de Mercado. Quanto maior o nível de especificidade de ativos (k), mais altos serão os custos de transação de caixa (ou custos burocráticos). Nas transações ocorridas nas Estruturas Hierárquicas, os custos de transação de caixa são altos pelo fato de a Adaptação tipo C ser forte neste tipo de estrutura, ou seja, a ação institucional é forte na determinação da administração do caixa, onde se torna comum, no caso de

insuficiência de saldos de caixa, tanto a venda de títulos negociáveis, como a obtenção de fundos emprestados que envolvem custos de transação. Nesta estrutura de governança, os custos de Controle são altos devido à necessidade de se funcionar uma estrutura burocrática que controle com a máxima eficácia e eficiência as entradas e saídas dos recursos financeiros.

Em termos contratuais, a Estrutura de Governança Hierárquica se relaciona aos contratos relacionais, os quais possuem a flexibilidade de negociação como característica principal.

Assim, considerando-se a fórmula proposta e toda a teoria da ECT anteriormente discutidas, pode-se concluir que os custos totais de manutenção de saldos de caixa são maiores nas Estruturas de Governança Hierárquicas, onde:

- O nível da especificidade dos ativos (k) é maior. Nas Estruturas Hierárquicas, as transações de caixa exigem um maior controle, mesmo sendo pouco específicas em termos de transações ocorridas com os ativos e passivos circulantes; e, altamente específicas se tratando de transações de caixa com ativos permanentes, exigível a longo prazo e patrimônio líquido;
- A frequência das transações é mais recorrente em termos do ativo e passivo circulante e ocasional em se tratando de ativo permanente, exigível a longo prazo e patrimônio líquido;
- O atributo incerteza torna-se mais evidente, pois a incompletude contratual é mais acentuada nas estruturas hierárquicas pelo fato de as mesmas demandarem mais controle nas contingências contratuais a serem elaboradas, principalmente em se tratando de transações de caixa que envolvem o ativo permanente, exigível a longo prazo e patrimônio líquido;
- A ação institucional é fortemente verificada devido à dimensão adaptabilidade do tipo C. A ação institucional está intimamente relacionada ao atributo controle.

Como o nível de controle das transações de caixa nas Estruturas Hierárquicas deve ser alto, a instituição age fortemente gerando custos burocráticos maiores, ou maiores custos de transações de caixa;

- Em termos do atributo incentivo, a Estrutura Hierárquica possui a forma fraca em vista de apresentar um comportamento cooperativo nas relações (ou transações) tanto internas quanto externas às firmas que, em termos de caixa, se evidencia externamente quando a empresa transaciona com fornecedores, clientes, portadores de títulos, governo etc. Já em termos internos, a empresa obtém recursos de mão-de-obra e paga por estes recursos através dos salários, honorários e participações. Neste ponto, verifica-se a aceitação pela ECT da proposta de Alchian & Demsetz (1972) em que *"a firma é considerada como sendo um complexo de contratos"*, claramente transacionados pelo caixa das empresas (em termos de entradas e saídas de recursos financeiros);
- A Estrutura Hierárquica demanda altos custos em termos de controles administrativos das transações. Como o gestor financeiro possui os direitos de controle, ele exerce o poder de *fiat* resolvendo internamente os problemas contratuais das transações de caixa;
- A Estrutura Contratual mais adequada são os Contratos Relacionais que devido às suas características, se enquadram perfeitamente nas transações de caixa. Por serem flexíveis, existe a possibilidade de renegociação, e característica que se torna muito importante, visto que todas as negociações contratuais realizadas pelos administradores das empresas incidem direta ou indiretamente na conta caixa (figura 5.1).

6.2.2. Proposta do Modelo de Ross sob a Concepção do Modelo Integrado

O modelo Integrado proposto por Riordan & Williamson (1985:370-378), discutido no capítulo quatro, acrescenta ao modelo Heurístico expressões de lucro tanto para a governança de mercado como para a governança interna. Considerando-se que:

- As Estruturas de Governança de Mercado e Hierárquica possuem a mesma tecnologia de produção (neste caso, a receita é considerada a um determinado nível de produção $X - R=R(x)$);
- Os custos de produção $C=C(X,k;\alpha)$ variam em relação ao nível de produção (X); à especificidade do ativo (k) e a um vetor de parâmetro de deslocamento (α), cujo maior valor implica redução dos custos de transação;
- O lucro em ambas Estruturas de Governança varia em termos da especificidade dos ativos e em relação a uma constante por unidade de custo (γ), onde o custo da especificidade dos ativos passa a ser representado como um custo constante (γ);
- Os custos de governança do modo interno são $G_i = \beta + V(k)$, e do modo de mercado são $G_m = W(k)$, onde: $\beta > 0$, $V(k) > 0$, $W(k) > 0$ e $W(k) > V(k)$. Fatos devidos a análise dos atributos colocados pela ECT onde, na ausência de especificidade de ativos, o mercado mostra-se mais eficiente. À medida que a especificidade aumenta, o mercado apresenta mais custos. Este é um argumento que se sustenta sob as mesmas égides colocadas no modelo Heurístico (especificidade dos ativos, frequência, incerteza, adaptabilidade dos tipos A e C, incentivos e controles).

As expressões de lucro correspondentes (desenvolvidas no capítulo 4) são:

$$(3) L_i(X,k;\alpha) = R(X) - C(X,k;\alpha) - \gamma k - (\beta + V(k)), \text{ para a governança interna;}$$

$$(4) L_m(X,k;\alpha) = R(X) - C(X,k;\alpha) - \gamma k - W(k), \text{ para a governança de mercado.}$$

Retomando a expressão número 2 que representa o modelo de Ross (1995:554-555), temos:

$$(2) CT = \Delta O + \Delta G$$

PROPOSTA N.º 2:

Assumindo-se todas as considerações da proposta número 1:

- Os custos de manutenção de saldos de caixa são representados pelos juros que a empresa poderia ter recebido, se aplicasse esse saldo de caixa em um investimento alternativo, ou custos de oportunidade onde, na área financeira, os custos de produção serão considerados os custos de oportunidade de manutenção dos saldos de caixa;
- Os custos de transação considerados por Riordan & Williamson (1985:367-370) serão os mesmos apresentados por Ross (1995:554-555);
- A medida principal de comparação entre as estruturas de governança polares (transações de mercado e transações hierárquicas) constituirá a especificidade do ativo (k) que se elevará à medida que as transações de mercado vão sendo substituídas pelas transações hierárquicas.

Nas expressões de lucro propostas por Riordan & Williamson (1985:374) considere-se que os custos de produção sejam os custos de manutenção dos saldos de caixa. Para tanto, assume-se que:

$$(P2a) Li(O, k; \alpha) = R(O) - C(O, k; \alpha) - \gamma k - (\beta + V(k)), \text{ onde:}$$

Li = Lucro para a governança interna

$R(O)$ = Receita a um determinado nível de saldos de caixa O ;

$C(O, k; \alpha)$ = custo de manutenção de saldos de caixa em relação a:

O = saldos de caixa;

k = especificidade dos ativos;

α = vetor de parâmetro de deslocamento

γk = especificidade do ativo em relação a uma constante γ por unidade de custo;

$\beta + V(k)$ = custos de transação do modo interno

(P2b) $L_m(O, k; \alpha) = R(O) - C(O, k; \alpha) - \gamma k - W(k)$, onde:

L_m = Lucro para a governança de mercado;

$C(O, k; \alpha)$ = custo de manutenção de saldos de caixa em relação a:

O = saldos de caixa;

k = especificidade dos ativos;

α = vetor de parâmetro de deslocamento

γk = especificidade do ativo em relação a uma constante γ por unidade de custo;

$W(k)$ = custos de transação da estrutura de mercado.

Analisando-se as duas fórmulas propostas, pode-se concluir que o modelo Integrado constitui-se de uma extensão do modelo Heurístico, portanto, todas as conclusões apresentadas na proposta número 1 são válidas para a proposta número 2.

As propostas até o momento desenvolvidas (P1; P2a e P2b) permitem afirmar que a eficiência dos contratos provenientes das transações de caixa depende da minimização tanto dos custos de oportunidade como da minimização dos custos de transação de caixa em relação às Estruturas de Governança observadas.

Entretanto, faz-se necessário salientar que as propostas realizadas limitam-se à questão do caixa. Uma abordagem mais abrangente e completa consistiria em levar este raciocínio para todos os campos da gestão financeira, com vista a minimizar os custos *ex-ante* e *ex-post* das relações contratuais.

Os demais modelos de gestão de caixa discutidos à frente apresentam uma série de limitações que não permitem uma conexão mais profunda entre a ECT e a administração de caixa.

6.3. O Modelo de Baumol

Baumol propôs um modelo para se estabelecer o saldo apropriado de caixa incorporando custos de oportunidade e custos de transação.

Assume-se, neste modelo, que as entradas de caixa da empresa são periódicas, mas as saídas de caixa são contínuas a uma taxa constante (Willian Baumol, "The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach", Quarterly Journal of Economics, november 1952, p. 545-556. In: Sherr, F. C. Modern Working Capital Management: Text and Cases, Prentice-Hall-Inc, New Jersey, 1989).

Desta forma, como pode ser observado no Painel A da figura 6.2, as entradas de caixa da firma são em conjunto, mas as saídas não o são. Quando ocorre a entrada de caixa, a empresa possui saldos de caixa para cobrir as saídas contínuas, até que ocorra a próxima entrada de caixa. Como exemplos de empresas que apresentam as características deste modelo pode-se observar administradoras de aluguéis, condomínios etc.

Suposições sobre a situação da empresa:

- Os investimentos rendem uma taxa fixa de retorno por período, sem se considerar o tamanho do investimento (isto é, assume-se que os efeitos da curva de rendimento são pequenos em relação ao período de tempo do investimento);
- Os custos de transação de investir e desinvestir são um custo fixo independente do montante do investimento. Esses custos de transação consistem de todos os custos de desembolso para tomar ou aplicar o investimento: comissões, despesas

administrativas (telefone, material de escritório etc.), o custo de oportunidade de desviar esforços administrativos, e assim por diante.

A questão principal em que Baumol se baseou foi em determinar a estratégia apropriada para investir os fundos até que eles sejam necessários. Segundo ele, existem as seguintes possibilidades:

1. Quando a entrada de caixa for recebida, investir parte dessa entrada e deixar o restante sem ser aplicado na conta de desembolso;
2. Usar primeiramente a conta de desembolso para efetuar os pagamentos, e, quando esta conta for exaurida pedir resgate do dinheiro aplicado para pagar o restante dos compromissos.

A estas possibilidades deu-se o nome de "estratégia de duas transações" por envolverem um investimento e um desinvestimento de fundos e cujos efeitos podem ser visualizados nos painéis B e C da figura 6.2. O ganho líquido é calculado pela seguinte equação:

$$\text{Rendimento do Investimento} = (1/2)(1/2)iy = (1/4)iy$$

Onde:

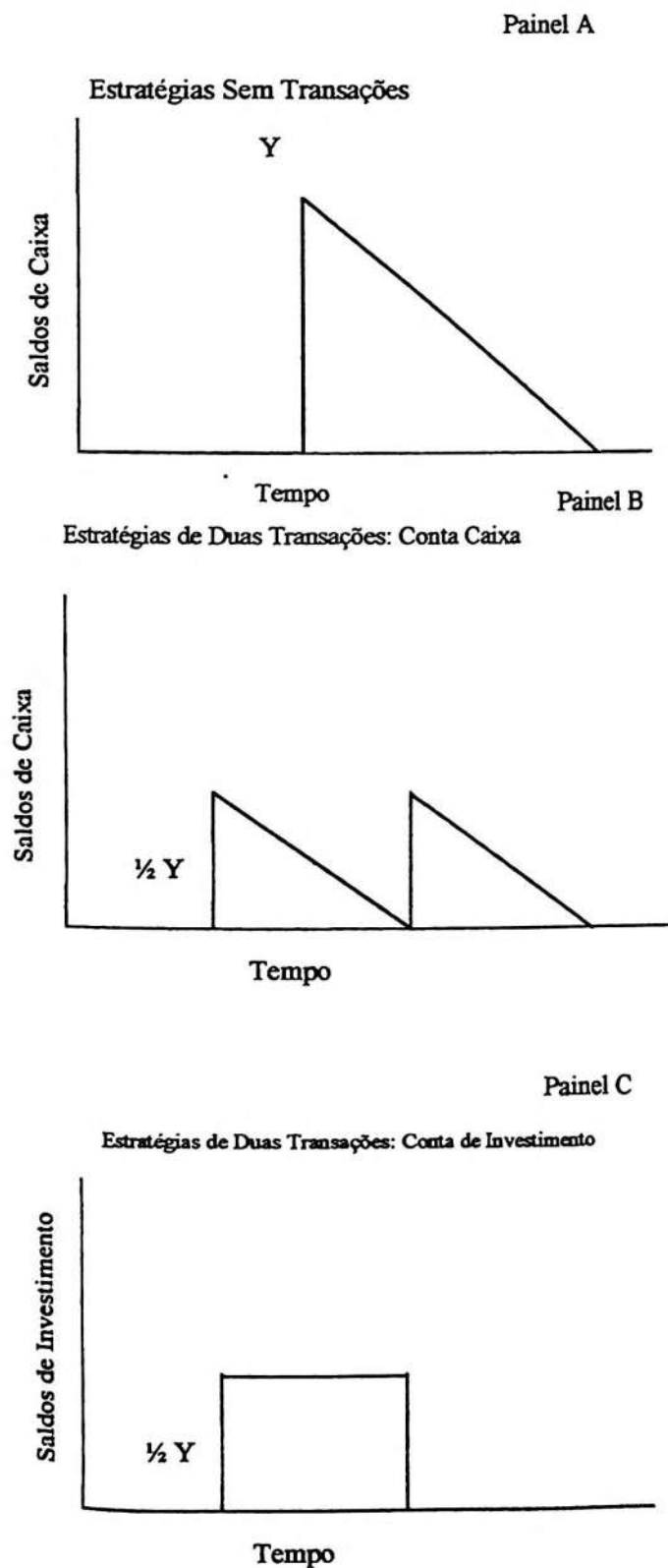
i = taxa de juros por período (taxa de juros de uma entrada periódica de caixa);

y = entradas de caixa.

Como existem duas transações nesta estratégia, um investimento e um desinvestimento e, se o custo por transação for a , então o custo de transações dessa estratégia é $2a$, e o lucro pode ser obtido da seguinte forma:

$$\text{Lucro} = (1/4)iy - 2a$$

FIGURA 6.2: PADRÕES TEMPO DE SALDOS DE CAIXA PARA O MODELO DE BAUMOL



Fonte: F. C. Scherr, *Modern Working Capital Management: Text and Cases*.
New Jersey: Prentice Hall-Inc, 1989, p.126.

Contudo a empresa, ao invés de ter duas transações, poderá apresentar várias, o que leva o modelo de Baumol a considerar a questão da estratégia ótima derivando uma expressão geral para o número ótimo de transações, considerando uma empresa com entradas periódicas e saídas uniformes.

Nesta situação, o rendimento de juros das estratégias de investimento será:

$$\text{Rendimento de Juros} = [(n - 1)/2n]iy$$

Onde:

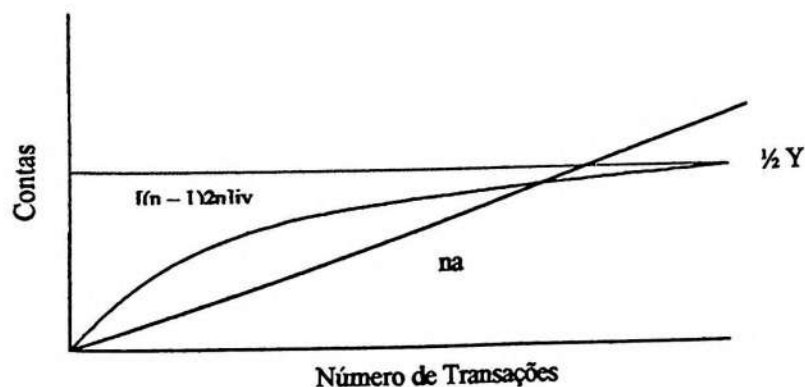
n = número de transações

Desta forma, o lucro para n transações será:

$$\text{Lucro} = [(n - 1)/2n]iy - na$$

Assim que o número de transações crescer, o rendimento de juros crescerá, como também os custos totais de transações. Esse relacionamento pode ser verificado na figura 6.3.

FIGURA 6.3: CUSTOS E RECEITAS VERSUS NÚMERO DE TRANSAÇÕES PARA O MODELO DE BAUMOL



Fonte: F. C. Scherr, *Modern Working Capital Management: Text and Cases*.
New Jersey: Prentice Hall-Inc, 1989, p.129.

Derivando-se a função lucro anterior, obtém-se a seguinte fórmula que possibilita o cálculo do número ótimo de transações:

$$n^* = (iy/2a)^{1/2}$$

No modelo de Baumol, a firma sempre fará um depósito e $n^* - 1$ saques da conta de investimento. O montante do depósito inicial será $[(n^* - 1)/n^*]y$; e o montante dos saques será $(1/n^*)y$.

A aplicabilidade do modelo de Baumol limita-se à situação suposta inicialmente, onde a empresa deve apresentar entradas periódicas de caixa e saídas uniformes.

6.3.1. Proposta do Modelo de Baumol sob a Concepção do Modelo

Integrado

O modelo proposto por Baumol apresenta uma série de suposições que limitam a visão real das transações da empresa. Relaxar estas suposições seria um ato de descaracterização do modelo.

Por este motivo, considerar-se-ão todas as suposições apresentadas pelo modelo, porém infiltrando as bases da ECT para a determinação da escolha da Estrutura de Governança mais adequada.

PROPOSTA N.º 3:

Considerando-se:

- Os custos de transação (a) de investir e desinvestir serão fixos independentes do montante do investimento. Para Baumol estes custos são somados com os custos

de oportunidade. Para a finalidade proposta, os custos de transação serão separados dos custos de oportunidade e mensurados em termos da especificidade do ativo(k);

- Como a especificidade dos ativos se eleva à medida que as transações passam de formas de mercado para hierárquicas, considerar-se-á que os custos de transação e os custos de oportunidade serão fixos dentro de cada estrutura de governança que se estiver analisando.

De acordo com Baumol, o lucro para n transações é:

$$(3) \text{ Lucro} = [(n-1)/2n]iy - na$$

O lucro proposto por Baumol sob a concepção da ECT será:

$$(P3a) L_h = [(n - 1)/2n]iy - n(\beta + V_a(k)) - nO(k) - \gamma k, \text{ onde:}$$

L_h = Lucro para a governança hierárquica;

n = número de transações;

i = taxa de juros por período (taxa de juros de uma entrada periódica de caixa);

y = entradas de caixa;

$O(k)$ = custo de oportunidade em relação à especificidade dos ativos;

$\beta + V_a(k)$ = custos de transação da forma hierárquica;

γk = especificidade do ativo em relação a uma constante γ por unidade de custo.

$$(P3b) L_m = [(n - 1)/2n]iy - n(W_a(k)) - nO(k) - \gamma k, \text{ onde:}$$

L_m = Lucro para a governança de mercado;

n = número de transações;

i = taxa de juros por período (taxa de juros de uma entrada periódica de caixa);

y = entradas de caixa;

$O(k)$ = custo de oportunidade em relação à especificidade dos ativos;

$W_a(k)$ = custos de transação da estrutura de mercado;

γk = especificidade do ativo em relação a uma constante γ por unidade de custo.

Ao se verificarem estas duas propostas (P3a e P3b), pode-se concluir que a aplicabilidade do modelo de Baumol sob a concepção do modelo Integrado de Riordan & Williamson (1985) limita-se às várias situações supostas por ambos modelos. Tais suposições enumeradas abaixo muito dificilmente fazem parte da realidade das transações que ocorrem nas Estruturas de Governança reais:

- Custos de transação de investir e desinvestir o caixa como sendo fixos independentes do montante transacionado;
- Custos de oportunidade de manutenção de saldos de caixa constantes;
- Pelo fato de os custos de transação e de oportunidade serem fixos, inexistência do vetor de parâmetro de deslocamento α que está relacionado diretamente ao custo de manutenção (custo de oportunidade) de saldos de caixa. Este vetor foi proposto no modelo original de Riordan & Willianson;
- Limitação da especificidade dos ativos apenas dentro dos limites das Estruturas de Governança: Mercado e Hierárquica;
- Taxa fixa (i) de retorno do investimento por período;
- Entradas periódicas de caixa e saídas uniformes.

6.4. O Modelo de Beranek

A hipótese em que se baseia o modelo de Beranek refere-se a empresas que apresentam entradas uniformes de caixa, porém saídas periódicas (William Beranek, *Analysis for Financial Decisions*, Homewood, III. Richard D. Irwin, 1963. In: Sherr, F. C. *Modern*

Working Capital Management: Text and Cases, Prentice-Hall-Inc, New Jersey, 1989). Como pode ser observado na figura 6.4, Beranek considerou a situação inversa em relação a Baumol, onde as entradas são periódicas e as saídas de caixa são uniformes.

Neste modelo, as entradas de caixa são contínuas, porém os desembolsos ocorrem em um período curto de tempo.

O desafio consiste em investir lucrativamente os fundos entre o período de tempo das entradas e saídas de caixa. O *tradeoff* entre o rendimento dos juros, os custos de transação e as estratégias empregadas é similar ao modelo de Baumol.

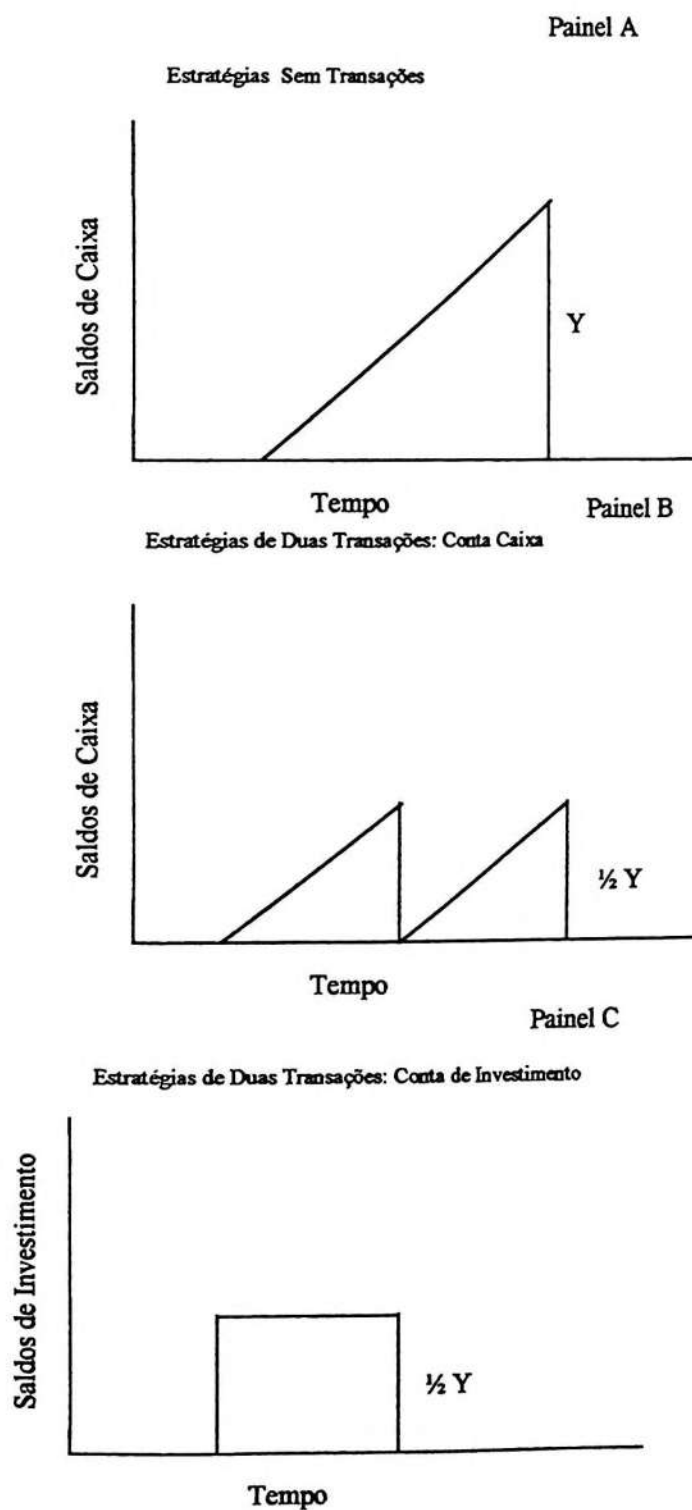
A empresa esperará até que uma parte das entradas de caixa tenha sido acumulada para então investi-la. Em uma estratégia envolvendo duas transações (painel B da figura 6.4), os juros serão $(1/4)iy$, como no modelo de Baumol, e, os custos de transação $2a$. A fórmula n^* para se calcular o número ótimo de transações também é a mesma considerada anteriormente.

Entretanto, no modelo de Beranek, as entradas de caixa são acumuladas gradualmente podendo envolver uma série de investimentos acompanhados por um resgate no final de um determinado período.

Pode-se notar que nem o modelo de Baumol nem o de Beranek lidam com o fator risco. Ambos assumem que as entradas e saídas de caixa são conhecidas sem risco. Para se evitar o fator risco, as empresas, ao usarem estes modelos, deverão manter uma reserva de caixa em termos de estratégia de *hedging* em relação a eventuais deficiências de saldos de caixa.

Os dois próximos modelos a serem discutidos não requerem a necessidade desta segurança adicional; ao contrário, incorporam explicitamente o fator risco no estabelecimento de suas estratégias.

FIGURA 6.4: PADRÃO TEMPO DO FLUXO DE CAIXA PARA O MODELO DE BERANEK



Fonte: F. C. Scherr, *Modern Working Capital Management: Text and Cases*.
New Jersey: Prentice Hall-Inc, 1989, p.131.

Como o modelo de Beranek considera as mesmas suposições do modelo de Baumol, com exceção de que as entradas de caixa são periódicas e as saídas são uniformes, a proposta de inter-relacionamento do modelo de Beranek com os modelos da ECT se enquadra na mesma proposta realizada no item anterior, ao se discutir o modelo de Baumol:

- Custos de transação de investir e desinvestir o caixa como sendo fixos independentes do montante transacionado;
- Custos de oportunidade de manutenção de saldos de caixa constantes;
- Pelo fato de os custos de transação e de oportunidade serem fixos e pela inexistência do vetor de parâmetro de deslocamento α que está relacionado diretamente ao custo de manutenção (custo de oportunidade) de saldos de caixa. Vetor este, proposto no modelo original de Riordan & Williamson;
- Limitação da especificidade dos ativos apenas dentro dos limites das Estruturas de Governança: Mercado e Hierárquica;
- Taxa fixa (i) de retorno do investimento por período;
- Entradas uniformes e saídas periódicas.

6.5. O Modelo de Miller-Orr

Como nos dois modelos anteriores, Miller & Orr assumiram as seguintes suposições:

- A curva do rendimento dos investimentos realizados é constante;
- Existe um custo fixo de investir e desinvestir;
- Existe um limite, determinado pela administração da empresa, abaixo do qual o saldo de caixa da firma não deverá cair (M. H. Miller and D. Orr, A Model of the Demand for Money by Firms, Quarterly Journal of Economics, 1966, p. 413-435).

In: Scherr, F. C. Modern Working Capital Management: Text and Cases, Prentice-Hall-Inc, New Jersey, 1989).

A maior diferença entre o modelo de Miller-Orr e os dois modelos discutidos anteriormente, diz respeito ao padrão de tempo dos fluxos de caixa. Baumol e Beranek assumem um padrão de alta (elevar) e baixa (cair) em termos das entradas e saídas de caixa. Miller-Orr assumem que os fluxos de caixa são normalmente distribuídos com uma média igual a zero e com desvio padrão constante. Baseando-se nestas suposições, estes autores formularam uma estratégia de maximização do lucro baseada nos *limites de controle*.

Esta abordagem de limites de controle envolve exatamente as mesmas regras de decisão como as da abordagem de limites de controle na teoria da administração de produção. Na teoria da administração da produção, o processo de produção é inicialmente ajustado para execução ótima. Entretanto, reconhece-se que variações em materiais (como por exemplo, o uso das máquinas) podem causar flutuações randômicas no resultado do processo. Visto que é caro ajustar o processo, *limites controle* são estabelecidos baseados na variação esperada do processo. Somente quando esses limites são rompidos o processo é ajustado. No modelo de Miller-Orr, quando o caixa total da firma está acima do limite de controle superior, investimentos são realizados a ponto de trazer para baixo o saldo de caixa; quando o saldo de caixa da firma se encontra abaixo do limite de controle inferior, resgates são feitos em virtude de levar para cima o saldo de caixa.

Para mostrar como o modelo de Miller-Orr funciona, Ross (1995:557) mostra a figura 6.5, onde o modelo opera nos limites de controle superior (**H**) e inferior (**L**), e de um saldo desejado de caixa (**Z**). Os saldos de caixa oscilam aleatoriamente dentro dos limites de controle **H** e **L**, previamente determinados pela administração da empresa, não havendo nestes limites, nenhuma transação.

Quando o saldo de caixa atingir **H** (ponto **X**), a empresa comprará **H - Z** unidades de títulos negociáveis, reduzindo o saldo de caixa ao nível **Z**. Do mesmo modo, quando o saldo de caixa cair a **L** (ponto **Y**), a empresa venderá **Z - L** títulos e elevará o saldo de caixa a **Z**, por este ser o nível desejado de saldo de caixa.

Neste modelo, Miller & Orr consideram que:

$$Z^* = (3a\sigma^2/4O)^{1/3} + L, \text{ onde:}$$

Z* = ponto de retorno ótimo dos saldos de caixa;

a = custos de transação. Sendo o custo de compra e venda de títulos negociáveis, **A**, por transação fixo, por hipótese. Os custos de transação são determinados pelo número esperado de transações com títulos negociáveis durante o período;

σ^2 = variância dos fluxos líquidos diários de caixa;

O = custo de oportunidade de manutenção de caixa por período, onde, em termos percentuais, é a taxa de juros de títulos negociáveis determinados pelo saldo esperado de caixa por período.

L = limite inferior de saldos de caixa (valor estabelecido pela administração da empresa).

E,

$$H^* = 3Z^* - 2L \text{ onde,}$$

H* = limite superior dos saldos de caixa;

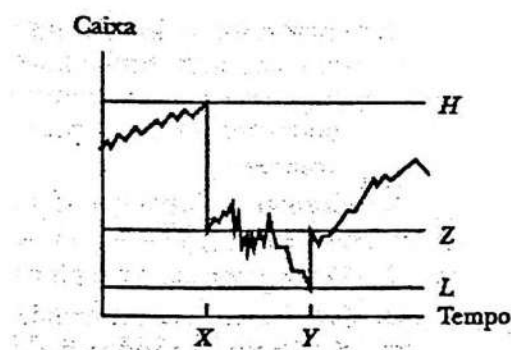
Z* = ponto de retorno ótimo dos saldos de caixa;

L = limite inferior de saldos de caixa (valor estabelecido pela administração da empresa).

De acordo com Ross (1995:558), o modelo de Miller-Orr esclareceu diversas questões básicas de administração de caixa:

"O modelo mostra que o ponto de retorno, Z^ , está diretamente relacionado aos custos de transação, a , e inversamente relacionado a O . O modelo Miller-Orr mostra que o ponto ótimo de retorno e o saldo médio de caixa estão diretamente associados à variabilidade dos fluxos de caixa. Ou seja, as empresas cujos fluxos de caixa estão sujeitos a maior incerteza deveriam manter saldos médios de caixa maiores."*

FIGURA 6.5: O MODELO MILLER-ORR



H é o limite superior de controle. L é o limite inferior de controle. O saldo desejado de caixa é Z . Enquanto o saldo de caixa estiver entre L e H , não é efetuada transação alguma.

Fonte: Stephen Ross. *Administração Financeira*. São Paulo: Atlas, 1995, p.557.

Apesar de tudo, o modelo de Miller-Orr recebeu diversas críticas, como por exemplo:

- Em relação ao padrão tempo dos fluxos de caixa, assume-se que a administração não tem conhecimento do que possa vir acontecer com os fluxos de caixa futuros, sendo que na realidade, a administração pode prever estes fluxos considerando um componente de erro substancial dentro da previsão.

- A suposição da normalidade no modelo de Miller-Orr apóia-se no teorema dos limites centrais, e a convergência da normalidade de uma amostra sob esse teorema depende da forma da distribuição básica populacional.

Assim, uma firma não pode automaticamente adotar o modelo de Miller-Orr se antes não determinar o padrão tempo dos fluxos de caixa. A firma necessita determinar testes estatísticos para avaliar a relação entre as distribuições probabilísticas dos fluxos de caixa e as distribuições assumidas no modelo.

Em síntese, o modelo de Miller-Orr se destina a empresas que não possuem informações futuras válidas sobre o dia-a-dia dos seus fluxos de caixa. O modelo de Stone, a ser descrito na próxima seção, elimina esta barreira ao permitir que a firma modifique as suas decisões baseadas nos fluxos de caixa futuros esperados.

6.5.1. Proposta do Modelo de Miller-Orr sob a Ótica da ECT

O modelo de Miller-Orr possibilita uma visão mais clara da administração de caixa do que os modelos de Baumol e Beranek ao considerar a existência dos custos de transação e de oportunidade e a variabilidade dos fluxos de caixa. Mais especificamente, este modelo considera com mais consistência os custos de transação que, para a ECT constituem o elemento fundamental na escolha das estruturas de governança.

PROPOSTA 4:

Considerando-se os atributos das transações - especificidade dos ativos, frequência, incerteza, adaptação do tipo A, adaptação do tipo C, incentivos e controles, e os pressupostos do modelo de Miller-Orr, propõe-se relacionar o ponto de retorno ótimo dos saldos de caixa

(Z^*) e o limite superior ótimo dos saldos de caixa (H^*) sob os moldes do modelo de Riordan & Williamson (1985), para a escolha da forma organizacional pertinente a uma dada transação.

$$(P4a_1) Z^*h(k) = [3(\beta + a(k))\sigma^2/4O(k)]^{1/3} + L \text{ onde,}$$

$Z^*h(k)$ = ponto de retorno ótimo dos saldos de caixa na estrutura hierárquica;

$\beta + a(k)$ = custos de transação do modo hierárquico em relação à especificidade dos ativos envolvidos,

σ^2 = variância dos fluxos líquidos diários de caixa;

$O(k)$ = custos de oportunidade em relação à especificidade dos ativos;

L = limite inferior dos saldos de caixa determinado pela administração da empresa.

$$(P4a_2) H^*h(k) = 3Z^*h(k) - 2L \text{ onde:}$$

$H^*h(k)$ = limite superior ótimo dos saldos de caixa na estrutura hierárquica;

$Z^*h(k)$ = ponto de retorno ótimo dos saldos de caixa na estrutura hierárquica;

L = limite inferior dos saldos de caixa determinado pela administração da empresa.

A proposta do ponto de retorno ótimo dos saldos de caixa e do limite superior ótimo dos saldos de caixa para a estrutura de mercado será:

$$(P4b_1) Z^*m(k) = [3a(k)\sigma^2/4O(k)]^{1/3} + L \text{ onde,}$$

$Z^*m(k)$ = ponto de retorno ótimo dos saldos de caixa na estrutura de mercado

$a(k)$ = custos de transação da estrutura de mercado em relação à especificidade dos ativos envolvidos;

σ^2 = variância dos fluxos líquidos diários de caixa;

$O(k)$ = custos de oportunidade em relação à especificidade dos ativos;

L = limite inferior dos saldos de caixa determinado pela administração da empresa.

$P(4b2)H^*m(k) = 3Z^*m(k) - 2L$ onde:

$H^*m(k)$ = limite superior ótimo dos saldos de caixa na estrutura de mercado;

$Z^*m(k)$ = ponto de retorno ótimo dos saldos de caixa na estrutura de mercado;

L = limite inferior dos saldos de caixa determinado pela administração da empresa.

Pela análise do modelo, pode-se concluir que Miller-Orr estabeleceram uma valiosa contribuição ao determinar o padrão tempo dos fluxos de caixa e ao se determinar tanto o ponto de retorno ótimo dos saldos de caixa (Z^*) como o limite superior dos saldos caixa (H^*).

Entretanto, o modelo peca nas suas suposições básicas, como por exemplo, ao considerar fixo o custo de transação de investir e desinvestir os saldos de caixa o que, no ambiente real das empresas, não ocorre.

Em relação às quatro propostas realizadas (P4a1, P4a2, P4b1 e P4b2) pode-se concluir que, ao inter-relacionar o modelo de Miller-Orr ao modelo Integrado de Riordan & Williamson, possibilita-se a determinação do ponto de retorno ótimo dos saldos de caixa e do limite superior dos saldos de caixa tanto para transações que ocorrem nas Estruturas de Governança de Mercado quanto nas Estruturas de Governança Hierárquicas.

Nas Estruturas de Governança de Mercado o problema principal será o de se determinar os fluxos de caixa futuros, visto que o Mercado se move pelo sistema de preços com altos incentivos e baixos controles.

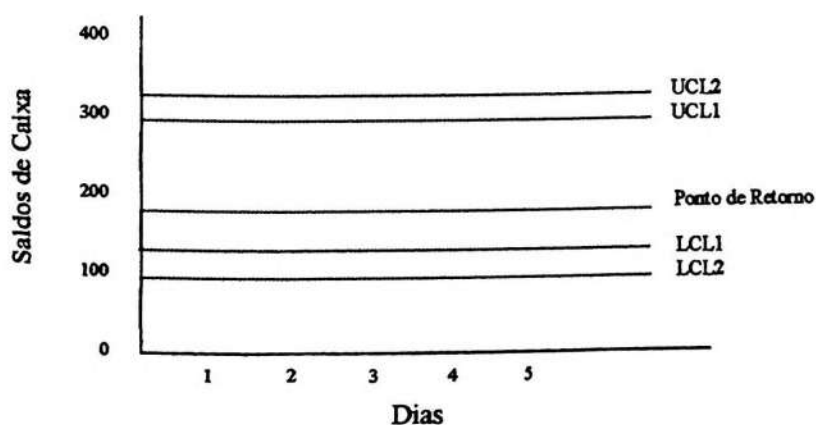
Nas Estruturas de Governança Hierárquicas os fluxos futuros de caixa devem ser obrigatoriamente estabelecidos incorrendo, logicamente, em um maior custo proveniente das estruturas de planejamento e controle. Neste caso, o *trade-off* custo e benefício consiste em um excelente padrão para o gestor financeiro ao se determinar a margem de contribuição proveniente dos sistemas de controle criados.

6.6. O Modelo de Stone

Como no modelo de Miller-Orr, o modelo de Stone utiliza a abordagem de limites controle, ou seja, quando os saldos de caixa estão fora dos limites controle, a firma toma determinada atitude (Bernell Stone, *The Use of Forecasts and Smoothing In Control-Limit Models for Cash Management*, *Financial Management*, 1972, p.72-84. In: Sherr, F. C. *Modern Working Capital Management: Text and Cases*, Prentice-Hall-Inc, New Jersey, 1989).

Entretanto, no modelo de Stone a atitude sinal não apresenta a necessidade de um investimento ou desinvestimento. A ação a ser efetuada depende das estimativas da administração em relação aos fluxos de caixa futuros. O modelo sinaliza uma avaliação pela administração ao invés de uma ação. Para fazer isto, o modelo de Stone usa dois conjuntos de limites controle, figura 6.6, os limites de controle internos (UCL1 e LCL1) e os limites de controle externos (UCL2 e LCL2).

FIGURA 6.6: LIMITES CONTROLE PARA O MODELO DE STONE



Fonte: F. C. Scherr, *Modern Working Capital Management: Text and Cases*. New Jersey: Prentice Hall-Inc, 1989, p.142.

Quando a firma conhece os fluxos de caixa diários futuros, o modelo de Stone possui a vantagem sobre o modelo de Miller-Orr por possibilitar a redução do número de transações de investimento e desinvestimento. O modelo de Stone é também muito flexível ao não assumir uma curva de rendimento plana, e, pelo fato de os parâmetros do modelo poderem ser mudados sobre o tempo para acomodar as necessidades da firma.

Contudo, uma clara desvantagem do modelo diz respeito a não especificar os níveis ótimos dos parâmetros (os limites controle, o ponto de retorno etc.). Com relação a esta desvantagem, o autor declara que esses parâmetros podem ser estabelecidos pelo administrador ao observar os dados passados e ao projetar os fluxos futuros através de uma análise sensitiva.

De acordo com Scherr (1989:143),

"Não há garantia de que este processo levará a estratégias ótimas (ou até mesmo quase ótimas). Realmente, embora este seja flexível e tenha recursos intuitivos substanciais, o método de Stone pode ser mais propriamente considerado como uma abordagem para a administração diária de caixa e investimentos temporários ao invés de um modelo de otimização para a administração."

Neste caso, ao inter-relacionar o modelo de Stone aos parâmetros estabelecidos pela ECT, o exercício da formalização contém falhas, como decorrência do modelo de Stone ser mais uma abordagem para a administração de caixa e investimentos temporários do que propriamente um modelo de otimização para a administração dos fluxos dos recursos financeiros.

O modelo de Stone também é passível de críticas. Em termos gerais, ele considera que as ações a serem efetuadas dependem das estimativas da administração em relação aos fluxos de caixa futuros, sendo que elas estão sujeitas a diversas variáveis que muitas vezes podem

ser incontroláveis pela administração da empresa. Como exemplo, temos como variáveis externas: política econômica, fatores ambientais, atividades dos concorrentes etc. e como variáveis internas: greves de funcionários, não entrega do produto pelos fornecedores, preço do produto etc.

O modelo também apresenta a desvantagem de usar a análise sensitiva para projetar os fluxos de caixa futuros. Ao adotar o uso dos dados passados para projetar os fluxos futuros, restringe-se o alcance de estratégias ótimas (ou até mesmo quase ótimas) com relação à determinação do nível ótimo dos parâmetros apresentados pelo modelo de Miller-Orr (limites controle, ponto de retorno etc).

Diante disso, pode-se concluir que o modelo teórico da administração de caixa baseado na ECT fica melhor identificado pelos modelos de Ross, Baumol, Beranek e Miller-Orr.

Para que a empresa escolha entre os modelos abordados, o primeiro passo é comparar o padrão tempo dos fluxos de caixa da firma em relação aos padrões tempo assumidos nos modelos. Scherr (1989:144) apresenta a tabela 6.1 com as principais suposições em relação ao fluxo de caixa dos quatro últimos modelos acima discutidos.

Assim, para se decidir em relação ao modelo a se utilizar, a empresa deve, primeiramente, determinar as características das suas transações que melhor se adapta a determinado modelo. Em seguida, a empresa deverá examinar os rendimentos em seus investimentos versus os custos de transação de tais investimentos. Se os custos de transação forem relativamente maiores em relação ao rendimento do investimento e a firma tem investimentos previsíveis por causa de tais custos de transação, esses modelos podem ser utilizados.

E, por fim, além dessas características que compõem os custos de transação de caixa, a empresa deverá determinar a Estrutura de Governança que melhor caracteriza o seu negócio

considerando-se os atributos da ECT: especificidade dos ativos, frequência, incerteza, adaptabilidade tipo A, adaptabilidade tipo C, incentivos, controles, lei contratual e tipos de contratos condizentes com cada estrutura maximizadora dos resultados da empresa.

TABELA 6.1: PADRÕES TEMPO DE FLUXO DE CAIXA ASSUMIDOS NOS QUATRO MODELOS DE INVESTIMENTO

MODELO	SUPOSIÇÕES QUANTO AOS PADRÕES DE FLUXO DE CAIXA
BAUMOL	<ol style="list-style-type: none"> 1. Todos os fluxos de caixa são certos; 2. As entradas de caixa são periódicas e instantâneas; 3. As saídas de caixa ocorrem a uma taxa constante.
BERANEK	<ol style="list-style-type: none"> 1. Todos os fluxos de caixa são certos; 2. As saídas de caixa são periódicas e instantâneas; 3. As entradas de caixa ocorrem a uma taxa constante.
MILLER-ORR	<ol style="list-style-type: none"> 1. Firms possuem um saldo mínimo de caixa; 2. Os fluxos de caixa são normalmente distribuídos; 3. O fluxo de caixa esperado é zero; 4. Não há autocorrelação nos fluxos de caixa; 5. O desvio padrão dos fluxos de caixa não mudam através do tempo.
STONE	<ol style="list-style-type: none"> 1. Firms possuem um saldo mínimo de caixa; 2. Firms têm algum conhecimento dos fluxos de caixa futuros, embora este conhecimento contenha um componente de erro.

Fonte: F. C. Scherr, *Modern Working Capital Management: Text and Cases*.
New Jersey: Prentice Hall-Inc, 1989, p.142.

CAPÍTULO 7

CONCLUSÕES E SUGESTÕES DE DIRECIONAMENTOS FUTUROS

*"As lacunas da ciência dificilmente serão todas preenchidas. Mas a partir do momento em que a curiosidade surge, dificilmente a inquietação do pesquisador dará espaço para o sossego e para a inércia dos pensamentos."
Karem & Keyler*

7.1. Conclusões

O objetivo da tese foi o de apresentar uma aplicação da Economia dos Custos de Transação (ECT) como uma ferramenta teórica da administração financeira do caixa das empresas, objetivo que foi alcançado graças à proposta de modelos de administração de caixa sob a ótica da ECT.

O propósito específico dos modelos de gestão de caixa, atrelados a ECT, foi a busca de Estruturas de Governança em relação aos atributos considerados pela ECT, minimizadoras de custos de transação.

Neste sentido, pode-se concluir que os modelos teóricos caracterizados pelas Estruturas de Mercado:

- envolvem ativos pouco específicos devido aos baixos custos de transação de caixa. Baixos custos de transação de caixa são devidos ao fato de as transações serem induzidas no mercado pelo sistema de preços e sem interferência institucional;
- são de frequência tanto ocasionais como recorrentes;
- são transações que se caracterizam por baixa incerteza por serem altamente incentivadas e por demandarem um baixo controle administrativo das relações de caixa;
- são transações regidas por leis contratuais mais incidentes e efetuadas por contratos clássicos.

Quanto aos modelos teóricos caracterizados pelas Formas Híbridas de Governança, pode-se afirmar que:

- envolvem ativos medianamente específicos;
- envolvem ativos de frequência tanto ocasionais como recorrentes;
- apresentam condições de média incerteza no mercado;
- apresentam propriedade parcial sobre os ativos envolvidos no sistema;
- possuem um médio incentivo e um médio controle das estruturas administrativas;
- geram acordos contratuais do tipo neoclássicos.

As Estruturas de Governança Hierárquicas constituem a parte extrema em relação às Estruturas de Mercado e envolvem:

- ativos altamente específicos principalmente nas transações de caixa com ativos permanentes, exigível a longo prazo e patrimônio líquido. Estas transações, quando efetuadas, dificilmente são revertidas a não ser com a perda de valor por uma das partes da negociação;
- frequências tanto ocasionais como recorrentes, que ocorrem em condições de alta incerteza, devido aos custos *ex-post* provenientes da incompletude contratual;

- regência pela instituição (são altamente controladas internamente nas estruturas organizacionais) e possuem baixo incentivo;
- geração de acordos contratuais relacionais.

Contudo, a constituição das Estruturas de Governança deve ocorrer com o propósito de impor limites à conduta oportunista das partes pertencentes às relações contratuais, o que se deve ao fato de, em contraposição à teoria econômica clássica existente, os indivíduos serem oportunistas e racionalmente limitados gerando a incompletude contratual que, por sua vez, gera custos de transações *ex-post*.

Com isto, toda esta teoria desenvolvida pela ECT (mesmo sendo uma teoria nova, em evolução e ainda não plenamente coordenada), propiciou a criação de um modelo teórico para o estudo dos fluxos dos recursos financeiros, especificamente relacionados com o fluxo de caixa das organizações.

Pela proposta do modelo de Ross (1995), relacionado as concepções do modelo Heurístico e do modelo Integrado de Riordan & Williamson (1985), pode-se concluir que a minimização dos custos totais relacionados à gestão do caixa deve-se à escolha adequada da Estrutura de Governança para as transações específicas. Os custos totais de manutenção de saldos de caixa variam diretamente em relação à especificidade dos ativos envolvidos. Para isso, tanto os custos de oportunidade de manter saldos de caixa como os custos de transação de vender títulos negociáveis, ou tomar empréstimos, variam também em relação à especificidade dos ativos. As transações de caixa pouco específicas e altamente reempregáveis são realizadas com o ativo e o passivo circulante da empresa. Já as transações de caixa altamente específicas caracterizam-se por serem realizadas com o ativo permanente, exigível a longo prazo e patrimônio líquido pelo fato de não serem reempregáveis a não ser com perda de valor.

Neste caso, transações de caixa passam de Estruturas de Governança de Mercado para Estruturas de Governança Hierárquicas que se caracterizam pela necessidade de se estabelecerem estruturas eficazes e eficientes de controle financeiro que, por sua vez, seria a operacionalização dos saldos de caixa a níveis mínimos e com mínimos custos de transação.

Custos de transação de caixa *ex-ante*, caso sejam minimizados, minimizam os custos de transação *ex-post*. Como exemplos de custos de transação de caixa *ex-ante* podem-se citar:

- os custos de coletar informações no mercado em relação aos empréstimos e às aplicações de caixa;
- os custos de negociação com fornecedores para a obtenção de insumos e materiais diversos necessários ao andamento dos negócios;
- os custos de negociação com clientes em relação ao período médio de recebimento;
- os custos de estabelecimento de contratos com fornecedores, clientes, funcionários, instituições financeiras, prestadoras de serviços etc.

Como exemplos de custos de transação de caixa *ex-post* pode-se citar:

- os custos de manutenção, monitoramento e controle das relações contratuais com fornecedores, clientes, funcionários, instituições financeiras etc.;
- os custos de más adaptações contratuais, custos de renegociação e custos de redesenhar contratos que *ex-ante* não conseguiram acoplar todas as características inerentes às transações.

Diante da existência destes custos de transação, uma das propostas da tese consiste na necessidade de a empresa prever (planejar) adequadamente todos os eventos futuros dos fluxos dos recursos financeiros, para que os mesmos no futuro possam ser devidamente controlados. Portanto, surge a necessidade de sempre se tomarem decisões dinâmicas (*ex-ante*) para que as decisões de reação (*ex-post*) sejam minimizadas.

As demais propostas apresentadas do inter-relacionamento da ECT aos modelos de Baumol, Beranek e Miller-Orr esbarram nas próprias suposições destes modelos, desenvolvidas em sintonia com a Teoria Econômica Clássica, que considera a empresa como sendo uma unidade produtiva que transforma insumos em produtos gerando "valor" a custos de transação inexistentes ou iguais a zero. Assim, a conexão entre as teorias foi realizada, mas as suposições destes modelos muitas vezes não refletem o ambiente empresarial, como por exemplo, o fato de estes ou outros modelos não analisados considerarem que as transações de caixa ocorrem em mercados perfeitos e eficientes, o que na prática pode ser verificado que os mercados nem sempre são perfeitos e muito menos eficientes.

No ambiente de mercado imperfeito e ineficiente, os gestores financeiros devem buscar decisões cujos benefícios marginais superem os custos marginais procedentes das transações. Neste sentido, verifica-se que nas decisões financeiras:

- os preços correntes de mercado das ações transacionadas raramente refletem as informações disponíveis no mercado, gerando por isso, valores de mercado ilusórios de empresas e valores que afetam diretamente o caixa da empresa, quanto à determinação com eficiência do momento certo de compra e venda de títulos e ações no mercado;
- os gestores financeiros buscam antecipar os movimentos de preços de títulos de renda fixa e ações com a intenção de maximizar o caixa organizacional a custos de transações mínimos;
- a busca constante, pelos administradores das empresas, de projetos de investimento de capital com valor presente líquido positivo (VPL) que gerem fluxos de caixa incrementais¹³.

¹³ Fluxos de caixa incrementais são os fluxos de caixa adicionais - entradas ou saídas - que se espera obter como resultado de uma proposta de dispêndio de capital.

Pode-se ainda concluir que a proposta inicial da tese de romper a miopia teórica existente em relação aos custos de transação foi alcançada, assim como foram verificadas as questões de pesquisa delimitadoras do estudo. Desta forma, pode-se afirmar que:

- A Economia dos Custos de Transação pode ser aplicada à Administração Financeira;
- Tanto as entradas dos recursos como as saídas dos recursos do fluxo de caixa de uma empresa apresentam custos de transações;
- Existem custos causados pelo rompimento oportunístico dos contratos ligados à administração financeira do fluxo de caixa;
- Existem custos de adaptações (custos *ex-post*) a serem realizados, nas transações que envolvem o fluxo de recursos financeiros quando as negociações apresentam desvios do acordo original;
- Existem custos de estabelecimento e administração associados às Estruturas de Governança alternativas das empresas.

Assim, o desafio inicial de integrar a teoria da Economia dos Custos de Transação (ECT) à teoria financeira, em especial a teoria financeira do caixa, deveria se estender a todas as decisões operacionais da empresa em termos de se projetarem os objetivos que a empresa pretende atingir, e às decisões de capital, que geram custos de transação em termos de se decidir *ex-ante*, como operacionalizar os objetivos planejados da organização.

Por isso, integrar os objetivos operacionais às decisões de capital da empresa, a custos mínimos de transação, constitui um processo decisório dinâmico perfeitamente caracterizado por Coase (1988), como sendo "...uma longa, árdua mas recompensante jornada que está pela frente."

7.2.Sugestões de Direcionamentos Futuros

Considerando os resultados apresentados neste trabalho, esperamos que eles proporcionem sugestões e subsídios que direcionem estudos futuros. Uma das sugestões recairia no uso da ECT não somente para o fluxo de caixa das organizações, como também na incorporação desta teoria para toda a área financeira. Desta forma, romper-se-ia a visão financeira tradicional na qual o endividamento realizado ou por capital de terceiros ou por capital próprio, constitui a busca de instrumentos financeiros alternativos que visam à captação (obtenção) de recursos financeiros.

Sob a ótica da ECT, estes recursos (de terceiros ou próprios) são mais do que simplesmente instrumentos financeiros por serem responsáveis por formar estruturas alternativas de governança.

De acordo com Williamson (1988:567), um projeto de investimento pode ser tanto financiado por capital de terceiros como por capital próprio dependendo, basicamente, das características dos ativos que estão sendo financiados, sendo que o capital de terceiros está mais sujeito a regras enquanto que o capital próprio se sujeita mais ao bom senso, à discricão.

"Assim, o que há de novo? Eu considero, entretanto, que os atributos das estruturas de governança em termos de capital de terceiros e capital próprio têm sido subdesenvolvidos e subavaliados... as diferentes estruturas de governança são pouco conhecidas por (1) dificuldade de se estabelecer uma composição de capital; e (2) falha em tratar os diferentes custos burocráticos dessas duas formas de finanças." Williamson (1988:576).

Assim, os atributos da ECT, em especial a especificidade dos ativos (ou a natureza que os investimentos possuem), são as variáveis essenciais para que se determine o tipo de financiamento a ser realizado.

Outra sugestão seria o inter-relacionamento desta teoria emergente (NEI) com as demais áreas da administração: marketing, recursos humanos, produção, organizações e métodos etc, visto que as áreas não mais são vistas como células separadas e, sim, como células que estão interligadas com o objetivo único de maximizar o valor de mercado das empresas e maximizar a satisfação dos seus proprietários.

Além da sugestão de se incorporar a NEI/ECT a todas as áreas da administração, trabalhos práticos precisam ser acionados e como primeiro passo, deverá haver a preocupação do entendimento e da uniformização dos conceitos desta teoria que caracteriza novos pensamentos.

Os trabalhos práticos têm como objetivo caracterizar e fundamentar a corrente institucional da NEI/ECT em termos da busca de Estruturas de Governança minimizadoras de Custos de Transação.

Por isso, além das sugestões apresentadas, uma outra contribuição seria o surgimento de mais estudos em relação ao que tange a parte da mensuração dos custos de transação.

A necessidade de se desencadear estudos em relação à mensuração dos custos de transação se justifica devido à inexistência atual de medidas que tratam o desempenho numérico dos atributos da ECT.

Para isso, o campo de estudo deverá se ampliar não mais apenas buscando o inter-relacionamento da ECT com a área de finanças e, sim, que o estudo da mensuração possa trazer resultados (como a busca de parâmetros e ou estruturas minimizadoras de custos). Quatro áreas deverão ser inter relacionadas: Economia (ECT), Finanças, Teoria da Contabilidade e Matemática.

A gestão financeira das empresas está estreitamente ligada aos campos da Economia, Contabilidade e Matemática. De acordo com o que foi discutido, a administração financeira se baseia nos conceitos teóricos econômicos. Já a Contabilidade é um insumo necessário à função financeira, visto que entre os estudiosos de Contabilidade tem havido uma busca incessante quanto à melhor forma de se medirem ativos.

Hendriksen & Van Breda (1999:304) abordam que em contabilidade, *"mensuração é o processo de atribuição de valores monetários significativos a objetos ou eventos associados a uma empresa, e obtidos de modo a permitir agregação (tal como na avaliação total de ativos) ou desagregação, quando exigida em situações específicas."*

Para Most (1982:235), *"a mensuração é um método de representar um objeto"* e, referindo-se a este assunto cita em seu texto que para J. R. N. Stone (economista responsável pelos sistemas modernos de contabilidade), o objetivo da mensuração é o *"de definir o grau da diferença entre objetos distintos, e apresentá-los dentro de uma certa relação como uma escala de números."*

Para isso, agrega-se o uso da matemática, pois como Most (1982:236) salienta:

"Os ingredientes essenciais da mensuração são portanto:

- 1. um objeto para ser quantificado; e*
- 2. uma escala, ou conjunto de unidades de medida, preparadas com o propósito de quantificar o objeto."*

Exemplos de objetos contábeis e financeiros incluem contas a receber, instalações, equipamentos, contas a pagar, dívidas de longo prazo etc. Para que a mensuração possa ser realizada, faz-se necessária a seleção de um "atributo" a ser medido, como por exemplo, em contas a receber, os atributos escolhidos podem incluir o valor a ser recebido, o período da

concessão de crédito, o nível de devedores duvidosos etc. Neste caso, a seleção correta dos atributos torna-se essencial para o sucesso da mensuração.

Então a sugestão aqui proposta seria o uso dos atributos contábeis e financeiros, bem como a consideração dos atributos da ECT (especificidade dos ativos, incerteza, frequências, adaptabilidade tipo A, adaptabilidade tipo C, incentivos e controles), para a mensuração matemática dos valores de entrada e dos valores de saída do fluxo das transações ocorridas nas empresas.

Os valores de entrada e os de saída formam a base do processo de mensuração. Para Most (1982:235), *"a avaliação na contabilidade é a representação de algo em termos de valor das contas, que constitui uma forma de mensuração."*

Para Martins et alii (2001:28), os valores de entrada *"são aqueles obtidos nos segmentos de mercado de compra da entidade e refletem a importância associada à obtenção dos recursos."* De acordo com estes autores, as principais opções para se mensurarem os valores de entrada, considerando-se o aspecto temporal, são as seguintes:

- Passado - custo histórico;
- Presente - custo corrente;
- Futuro - custo de reposição futuro.

Já os valores de saída são aqueles que refletem a importância dada pelo mercado aos recursos fornecidos pela empresa. Os principais métodos para mensurar os valores de saída, considerando o aspecto temporal, são:

- Passado - valor realizado (VR);
- Presente:
 - a. valor corrente de venda (VCV);
 - b. valor realizável líquido (VRL);
 - c. valor de liquidação (VL);

- Futuro:
 - a. valor de realização futuro (VRF); e
 - b. valor presente do fluxo futuro de caixa ou valor presente líquido (VPL).

Entretanto, a apuração do valor de uma empresa não é uma tarefa trivial, visto que a empresa, como um organismo complexo, pode apresentar variações significativas nos seus itens patrimoniais dificultando a quantificação de seus ativos e passivos.

Mesmo porque, uma questão conceitual complexa diz respeito ao que venha a ser "valor". Para Most (1982:232-234), "valor" é um *constructo* que tem duas dimensões, uma ética e uma material. A dimensão ética significa envolver considerações de respeito e estima difíceis de serem mensuradas. A dimensão material envolve a quantificação de qualquer operação que resulta na representação do objeto, como por exemplo, o montante de dinheiro.

De acordo com Martins et alii (2001:15-23), há uma diversidade de conceitos do que venha a ser "valor" e diversas alternativas de avaliação que não são conflitantes entre si ou substitutivas umas das outras, mas sim, complementares umas das outras.

"E, muito interessante, todas são, na verdade, distribuições diferentes do mesmíssimo fluxo de caixa; conseqüentemente, todas são conciliáveis com ele (sempre) e convergem para o mesmo valor a longo prazo (nesse aspecto, com exceção de dois fatores realmente provocadores de diferença: inflação e custo do capital próprio)."

Contudo, apesar da divergência conceitual do que venha a ser a definição de "valor", não se pode deixar de defini-lo ao se sugerir o vínculo de um novo pensamento teórico, a ECT, com a área de finanças. Isto porque, em finanças, o desafio de se criar "valor" significa "deixar o acionista mais rico" através da busca da maximização da riqueza dos acionistas, e criar "valor" significa também maximizar o valor de mercado da empresa. Por isso, o administrador financeiro vive no constante desafio de equilibrar o grau de satisfação dos

proprietários das empresas e ao mesmo tempo de maximizar o valor de mercado das organizações.

Uma das formas de se atingir este objetivo consiste pela busca da minimização dos custos totais da organização (custos de produção e custos de transação), uma estratégia que vai ao encontro da maximização do valor de mercado das empresas, quando elas geram um fluxo de caixa maior do que o volume dos recursos transacionados.

Conseqüentemente, a tese possibilita a verificação de que uma das formas de maximizar o valor de mercado das empresas reside na busca de Estruturas de Governança que minimizem os custos de transação *ex-ante* e *ex-post* das relações contratuais. Assim, Estruturas de Governança que podem ser modeladas e relacionadas ao caixa, de acordo com os atributos da ECT, sob as formas: Estruturas de Mercado, Formas Híbridas e Estruturas Hierárquicas.

Contudo, a busca de processos racionais de enfrentar os problemas das empresas esbarra-se no aspecto comportamental humano de que os indivíduos são racionais, porém oportunistas e limitados.

Em relação à natureza do homem, Jensen & Meckling (1994:4-19) enfatizam que compreender o comportamento humano é fundamental para compreender como as organizações funcionam, independente da sua natureza, se estas organizações são para fins lucrativos, não lucrativos ou governamentais. Para estes autores, a mensagem principal da ciência social sobre o comportamento humano é que, independente de ser um político, um administrador, um acadêmico etc., o homem é criativo em relação às oportunidades que o ambiente apresenta, que o dinheiro é importante, mas que outros fatores, como respeito, honra, poder, amor e o bem-estar também o são.

Por isso, outra sugestão de estudos futuros seria a proposta de se analisar com maior profundidade a natureza do comportamento humano nas empresas. Como exemplo, pode-se

citar a busca da mensuração do capital intelectual dos membros das organizações, ou ainda, a busca de maximizar o "valor" de uma organização atrelada não somente aos bens de capital, como também aos seus valores humanos existentes.

Para analisar o comportamento humano, Jensen & Meckling (1994:4-19) investigaram cinco modelos alternativos.

O primeiro modelo, O "*REMM: Resourceful, Evaluative, Maximizing Model*," não possui uma definição precisa dos termos, apesar de os autores o apresentarem sob a forma de quatro postulados:

Postulado I. Todo indivíduo preocupa-se com a sua evolução:

- A. o indivíduo se preocupa com várias coisas, como conhecimento, independência, honra, relacionamento, cultura, riqueza etc.
- B. todo indivíduo está sempre disposto a substituir bens, principalmente uma pequena quantidade de alguma coisa por uma quantidade suficientemente grande de outros bens.
- C. as preferências individuais são transitivas: se A é preferido a B, e B é preferido a C, então A é preferível em relação a C.

Postulado II. Todas as necessidades individuais são ilimitadas: os indivíduos sempre querem mais e mais coisas.

Postulado III. Cada indivíduo é um maximizador: os indivíduos são sempre levados a satisfazer suas necessidades.

Postulado IV. Os indivíduos são criativos: eles são capazes de sempre buscar novas oportunidades.

Para Jensen & Meckling (1994:4-19), o REMM incorpora o que tem de melhor dos demais quatro modelos por eles analisados.

Em relação ao Modelo Econômico de análise do comportamento humano, o REMM assume que as pessoas são criativas, interessadas, maximizadoras, mas rejeitam a idéia do Modelo Econômico de que as pessoas só se interessam por dinheiro ou riqueza.

Em relação ao Modelo Psicológico de análise da natureza humana, o REMM assume que a elasticidade da demanda por vários bens tem certas regularidades. Mesmo assim, em relação à noção da hierarquia das necessidades, não viola o princípio de substituição ao assumir que as pessoas têm necessidades.

Em relação ao Modelo Sociológico, o REMM supõe que a sociedade impõe custos as pessoas por violarem as normas sociais.

Em relação ao Modelo Político, o REMM assume que as pessoas possuem a capacidade para o altruísmo rejeitando, em relação a este modelo, a idéia de que os indivíduos são agentes perfeitos.

Além do mais, para Jensen & Meckling (1994:4-19), o REMM serve como base para a Teoria de Agência e para análise das Estruturas de Governança das firmas, sendo que vários outros autores, como Alchian & Demsetz (1972), Williamson (1970, 1975), Milgrom & Roberts (1992) etc, (todos citados na tese), estão usando o REMM para explicar os problemas existentes dentro das organizações.

Assim, percebe-se uma sintonia da visão do REMM sobre a natureza humana, ser humano como um ser evolutivo, criativo e maximizador, com a visão da ECT de que o ser humano é racional, porém, limitado. Percebe-se, ainda, um campo de pesquisa fértil para novos estudos em relação a se desvendar a natureza humana na busca da resolução de diversos problemas existentes nas organizações.

Considerando-se o leque de alternativas, fica muito difícil de se determinar um ponto final para as sugestões colocadas, sobretudo porque os fatores que impulsionam as empresas ao mundo da velocidade, do poder, das comunicações instantâneas, da evolução financeira,

econômica e contábil trazem caminhos sem precedentes a novas pesquisas e, conseqüentemente, caminhos para novos desafios.

BIBLIOGRAFIA

- ABRAMO, Perseu. *Pesquisa em Ciências Sociais*. Salvador/BA: UFBA, 1974. 78p.
- ACKOFF, Russel L. *Planejamento de Pesquisa Social*. São Paulo: Herder, 1967.
- ALCHIAN, A. & DEMSETZ, H. Production, Information Costs, and Economic Organization. *The American Economic Review*, 62, 1972. p.777-795.
- ALSTON, L. J. A Framework for Understanding the New Institutional Economics. In: I SEMINÁRIO DA NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL, 1998, São Paulo. *Anais ...* São Paulo: FEA/USP, 1998. 21p.
- ANDRADE, Jorge. P. *Contratos de Franquia e Leasing*. São Paulo: Editora Atlas, 1993.
- ARROW, K. J. Moral Hazard, 1968. In: ARROW, K. J. *The Economics of Information*, Harvard Univ. Press, 1984.
- ASSAF NETO, A. *Mercado Financeiro*. 3^a.ed. São Paulo: Atlas, 2000. 340p.
- AZEVEDO, P. F. *Integração Vertical e Barganha*. São Paulo: Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, 1996. 220p. (Tese, Doutorado).
- ____. Economia dos Custos de Transação. In: FARINA, E.M.M.Q.; AZEVEDO, P. F. & SAES, M. S. M. *Competitividade: mercado, estado e Organizações*. São Paulo: Editora Singular, 1997.
- BASTOS, L.R. et alii. *Manual para a Elaboração de Projetos e Relatórios de Pesquisa, Teses, Dissertações e Monografia*. 4^a. Ed. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos Editora S. A, 1998. 96p.

BEM-NER, A. MONTIAS, J. M. & NEUBERGER, E. Basic Issues In Organizations: A Comparative Perspective. *Journal of Comparative Economics*, Minnesota, 1993. p.725 - 764.

BERKOWITZ, S. A . LOGUE, D. E. & NOSER, Jr. E. A . The Total Cost of Transactions on the NYSE. *The Journal of Finance*, vol. XLIII, n °. 1, 1988. P. 97-112.

BERNARD, Daniel A. *Aspectos Estratégicos do Franchising: um enfoque econômico-financeiro*. São Paulo: Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, 1991. p. (Dissertação, Mestrado).

BHARDWAJ, R. K. & BROOKS, L. D. The January Anomaly: Effects of Low Share Price, Transaction Costs, and Bid-Ask Bias. *The Journal of Finance*, vol. XLVII, n °. 2, 1992. p. 553-575.

BIANCHI, A. M. Anotações de Uma Pesquisa Sobre Economia e Ética. In: I SEMINÁRIO DANOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL, 1998, São Paulo. *Anais ...* São Paulo: FEA/USP, 1998. 13p.

BLAIR, D. W. & PLACONE, D. L. Expense-Preference Behavior, Agency Costs, and Firm Organization. *Journal Economics and Business*, 40, New York, 1988. p.1-15.

BLOIS, K. J. Vertical Quasi-Integração. In: Firms: Organizations and Contracts. *Oxford Management Readers*, Buckley e Michie ed.,1996. p. 321-338.

BOEHLJE, M.; AKRIDGE, J. & DOWNEY, D. Restructuring agribusiness for the 21 st century. *Agribusiness - An International Journal*, vol. 11, n. 6, 1995. p. 493 - 500.

BOLTON, P. & SCHARFSTEIN, D. S. Corporate Finance, the Theory of the Firm, and Organizations. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 12, n °. 4, 1998. p. 95-114.

BOTEON, M. Mercado Interno de Frutas Cítricas. In: I SEMINÁRIO DA NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL, 1998, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA/USP, 1998. 13p.

BREALEY, Richard A. & MYERS, Stewart C. *Princípios de Finanças Empresariais*, 3ª. ed. Portugal: Mcgraw-Hill de Portugal-Lda, 1992. 924p.

CESARO, B. B. & BACCHIN, M. I. *Normas para Utilização de Referências Bibliográficas e Citações em Trabalhos Científicos*. Uberlândia: Universidade Federal de Uberlândia, 1996. 17p.

CHERTO, Marcelo. *Franchising: revolução no marketing*, 3ª. ed. São Paulo: Mc Graw-Hill, 1989.

CHERTO, Marcelo & RIZZO, Marcus. *Franchising na Prática*. São Paulo: McGraw-Hill, 1994.

CHEUNG, S. On the New Institutional Economics. In: CHEUNG, S. et al. *Contract Economics*, 1990. p.48-75.

CHISNALL, Peter M. *Pesquisa Mercadológica*. São Paulo: Ed. Saraiva, 1980.

COASE, R. The Firm, the Market, and the Law. In: COASE, R. *The Firm, the Market, and the Law*. Chicago: The University of Chicago Press, 1988. p.1-31.

_____. The Nature of the Firm, 1937. In: COASE, R. *The Firm, the Market, and the Law*. Chicago: The University of Chicago Press, 1988. p. 33-55.

_____. The Problem of Social Cost, 1960. In: COASE, R. *The Firm, the Market, and the Law*. Chicago: The University of Chicago Press, 1988.

_____. The Institutional Structure of Production. *American Economic Review*, 82, 1991. p.713-719.

COPELAND, Thomas E. & WESTON, J. Fred P. *Financial Theory and Corporate Policy*. USA: Addison-Wesley Publishing Company Inc, 1988. 637 p.

—. *Managerial Finance*. USA: Dryden-Press, 1989.

DAHLMAN, C. J. The Problem of Externality, *The Journal of Law and Economics* 22, n °I, 1979. p.148.

DARROUGH, M. N. & STOUGHTON, N. M. Moral Hazard and Adverse Selection: The Question of Financial Structure. *The Journal of Finance*, vol. XLI, n°.2, 1986. p.501-513.

D'AVENI, R. A. & RAVENS-CRAFT, D. Economics of Integration versus Bureaucracy, Costs: Does Vertical Integration Improve Performance? *Academy of Management Journal*, vol. 37, n. 5, 1994. p.1167-1206.

DAVIS, G.& POWELL, W. Organization and Environmental Relations. In: DUNNETTE, M. *Handbook of Industrial and Organizational Psychology*, 2ed., vol.3, 1992. p.315-375.

DAVIS, J.H. & GOLBERG, R. A. *A Concept of Agribusiness*. Boston: Harvard University, Graduate School of Business, Division of Research, 1957.136 p.

DAVIS,R. & DUHAIME, I. M Diversification, Vertical Integration and Industry Analisis: New Perspectives and Measurement, *Strategic Management Journal*, vol.13, 1992. p.511-524.

DEMSETZ, H. Toward a Theory of Property Rights, *American Economic Review* 57, 1967. p.347-373.

—. The Structure of Ownership and the Theory of the Firm, *Journal of Law & Economics*, Chicago, vol. XXVI, 1983. p.375-390.

—. & LEHN, K. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, Chicago, vol. 93, no. 6, 1985. p. 1155-1177.

- DERMODY, J. C. & PRISMAN, E. Z. No Arbitrage and Valuation In Markets with Realistic Transaction Costs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.28, n°.1,1993. p. 65-80.
- DNES, A. W. Franchising. In: NEWMAN, Peter et alii. *The new palgrave dictionary of money and finance*. London: The Macmillan Press, 1992. p.190-191.
- . The Economic Analysis of Franchise Contracts. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, vol. 152, n. 2, 1996.
- DUMAS, B. & LUCIANO, E. An Exact Solution to a Dynamic Portfolio Choice Problem under Transactions Costs. *The Journal of Finance*, vol. XLVI, n°.2, 1991. p. 577-595.
- FAMA, F.E. Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*. Chicago: vol. 88, n°.2, 1988. p. 288-307.
- FAMA, F. E. & JENSEN, M. C. Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law and Economics*, Chicago, vol. XXVI, 1983. p.327-349.
- . Separation of Ownership and Control. *Journal of Law & Economics*, Chicago, vol. XXVI, 1983. p. 301-325.
- FERNANDES JR, W. B. *Organizações Associativas do Sistema Agro-industrial Cítrico: O Caso Paulista*. São Paulo: Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, 1998. 197p. (Dissertação, Mestrado).
- FORTUNA, E. *Mercado Financeiro: Produtos e Serviços*. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 1999. 486p.
- GILSON, S. C. Transactions Costs and Capital Structure Choice: Evidence from Financially Distressed Firms. *The Journal of Finance*, vol. LII, n°.1, 1997. p. 161-196.

GITMAN, Lawrence J. *Princípios de Administração Financeira*, 7ª. ed. São Paulo: Harbra Ltda, 1997. 841p.

GOLDBAUM, S. Teoria dos Custos de Transação é Funcionalista? In: I SEMINÁRIO DA NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL, 1998, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA/USP, 1998. 16p.

GOLDENBERG, M. *A Arte de Pesquisar*. Rio de Janeiro: Record, 1997. 107p.

GOODE, William J. & HATT, Paul K. *Métodos em Pesquisa Social*. São Paulo: Cai Editora Nacional, 1960.

HART, O . Corporate Governance: Some Theory and Implications. *The Economic Journal*, 105, USA, 1995. P. 678-689.

HART, O. & MOORE, J. Property Rights and the Nature of the Firm. *Journal of Political Economy*, vol. 98, 1990. p. 1119-1158.

HART, O.& TIROLE, J. Vertical Integration and Market Foreclosure. In: *Brookings Papers on Economic Activity*. Washington: Baily and Wiston ends, 1990. p.205-276.

HENDRIKSEN, Eldon S. & VAN BREDa, Michael F. *Teoria da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 1999. 550p.

HERRMANN, I. Licitações Públicas no Brasil: Explorando o Conceito de Ineficiência por Desenho. In: I SEMINÁRIO DA NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL, 1998, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA/USP, 1998. 16p.

_____. *Licitação e Contratação na Administração Pública: Uma Abordagem da Nova Economia Institucional Aplicada ao Problema das Compras de Alimentos*. São Paulo: Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, 1998. 147p. (Dissertação, Mestrado)

HERSH, P.L. & MCDOUGALL, G.S. Separation of Ownership from Control and the Demand for Corporate Aircraft. *Journal of Economics and Business*, 44, New York, 1992. p. 223-236.

JENSEN, M. C. & MECKLING, W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 1976. p. 305-360.

_____. The Nature Of Man. *Journal of Applied Corporate Finance*, V. 7, No. 2, Summer, 1994. p.4-19.

JOSKOW, P. L. Asset Specificity and the Structure of Vertical Relationships: Empirical Evidence. In: WILLIAMSON, O. & WINTER, S. G. *The Nature of the Firm: Origins, Evolution, and Development*. New York: Oxford University Press, 1993. p. 117-137.

_____. The New Institutional Economics: Alternative Approaches. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 151/1, 1995. p. 248-259.

KASSAI, José R. et alii. *Retorno de Investimento: Abordagem matemática e contábil do lucro empresarial*, 2ª. ed. FIPECAFI. São Paulo: Atlas, 2000. 256p.

KERSTENETZKY, J. Um Diálogo Institucionalista com a Teoria Marshalliana das Firms e dos Mercados. In: I SEMINÁRIO DA NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL, 1998, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA/USP, 1998. 12p.

KLEIN, B. Vertical Integration as Organizational Ownership: The Fisher Body - General Motors Relationship Revisited. In: WILLIAMSON, O. & WINTER, S. G. *The Nature of the Firm: Origins, Evolution and Development*. New York: Oxford University Press, 1993. p.213-226.

KREPS, D. Transaction Cost Economics and the Firm. In: KREPS, D. *A Course In Microeconomic Theory*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1990. p.743-770.

LAFONTAINE, F. Agency Theory and Franchising: Some Empirical Results. *The Rand Journal of Economics*, vol. 23, n.2, Summer, 1992. p. 263-283.

LAZZARINI, S. G. *Inovação e Organização de Bolsas de Futuros: Teoria e Evidências no Agribusiness Brasileiro*. São Paulo: Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, 1997. 216p.(Dissertação, Mestrado).

LIEBERMAN, M. B. Determinants of Vertical Integration: An Empirical Test. *The Journal of Industrial Economics*, vol XXXIX, 1991. p. 451-465.

MACHADO FILHO, C. P. *O Mercado de Animais do Brasil e a Evolução do Sistema de Leilões*. São Paulo: Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, 1997. 150p. (Dissertação, Mestrado).

____. Ações Coletivas no Agribusiness - O Papel das Associações. In: I SEMINÁRIO DA NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL, 1998, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA/USP, 1998. 14p.

MAHONEY, J. T.; CRANK, D. E & LAJILI, K. Spot Markets, Vertical Contracting and Vertical Financial Ownership: Competition among Organizational Forms. In: COLLEGE OF COMMERCE AND BUSINESS ADMINISTRATION, 1994, Illinois. *Anais...* Illinois: University of Illinois at Urbana-Champaign, Office Research Working Paper n°. 94-0151, 1994.

MARTINS, Eliseu et alii. *Avaliação de Empresas: Da Mensuração Contábil à Econômica*, FIECAFI. São Paulo: Atlas, 2001. 414p.

MASTEN, S. E. Empirical Research In Transaction - Cost Economics: Challenges, Progress, Directions. In: Preliminary version prepared for the Conference on "TCE and Beyond", 1994, Rotterdam. *Anais...* Michigan: The University of Michigan, School of Business Administration, 1994. p. 671-699.

MATHEWSON, G. F. & WINTER, R. A. The Economics of Franchise Contracts. *Journal of Law & Economics*, Chicago, The university of Chicago, vol. XXVIII, 1985.

- MAYSHAR, J. Investors' Time Horizon and the Inefficiency of Capital Markets. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. XCII, n.º 2, 1978. p. 187-208.
- _____. Transaction Costs and the Pricing of Assets. *The Journal of Finance*, vol. XXXVI, n.º.3, 1981. p. 583-597.
- MILGROM, P. & ROBERTS, J. Bargaining, Influence Costs, and the Organization of Economic Activity. In: ALT, J. & SHEPSLE, K. *Perspectives on Positive Political Economy*. New York: Cambridge University Press, 1990. p. 57-89.
- _____. *Economics, Organization and Management*. New Jersey: Prentice Hall, 1992. 621p.
- MILLER, M. & ORR, D. Mathematical Models for Financial Management. In: *Readings on The Management of Working Capital*, 2ª. Ed. New York: West Publishing Company, 1980. p. 161-170.
- MISHKIN, F. S. Monetary Policy and Short-Term Interest Rates: An Efficient Markets-Rational Expectations Approach. *The Journal of Finance*, vol. XXXVII, n.º 1, 1982. p. 63-72.
- MOST, Kenneth S. *Accounting Theory*, 2ª. ed. Columbus, Ohio: Grid Publishing Inc, 1982. p. 231-257.
- MUELLER, B. Teoria Positivista da Regulação. In: I SEMINÁRIO DA NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL, 1998, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA/USP, 1998. 18p.
- MURRIS, T. J., SCHEFFMAN, D.T. & SPILLER, P. T. Strategy and Transaction Costs: The Organization of Distribution the Carbonated Soft Drink Industry. *Journal of Economics & Management Strategy*, v. I, spring, 1992. p.83-128.
- NEIVA, Raimundo Alelaf. *Valor de Mercado da Empresa*, 3ª. ed. São Paulo: Atlas, 1999. 96p.

NEVES, M. F. *Sistema Agro-industrial Cítrica: Um exemplo de Quase-integração no Agribusiness Brasileiro*. São Paulo: Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, 1995. 116p.(Dissertação, Mestrado).

_____. *Um Modelo para Planejamento de Canais de Distribuição no Setor de Alimentos*. São Paulo: Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, 1999. 296p. (Tese, Doutorado).

NORTH, D. C. *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990. 152p.

_____. Institutions. *Journal of Economic Perspectives*, 5, Winter, 1991. p. 97- 112.

_____. *Custos de Transação, Instituições e Desempenho Econômico*. Rio de Janeiro: Instituto Liberal, 1994. 38p.

PARKINSON, K. L. & KALLBERG, J. G. *Corporate Liquidity*. New York: Business One Irwin, 1993. 387p.

PEREIRA, H. M. S. *Direitos de Propriedade em Projetos Cooperativos de Pesquisa*. São Paulo: Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, 1998. 346p. (Tese, Doutorado).

PESSALI, H. F. & FERNÁNDEZ, R. G. Teoria dos Custos de Transação e Perspectivas Evolucionistas: Haverá Elementos Para um Programa de Pesquisa Pluralista? In: I SEMINÁRIO DA NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL, 1998, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA/USP, 1998. 16p.

RABELO, F. M. & SILVEIRA, J. M. J. Estruturas de Governança Corporativa na Petroquímica Brasileira Pós - Privatização. In: I SEMINÁRIO DA NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL, 1998, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA/USP, 1998. 16p.

RIBEIRO, K.C.S. & ROCHA, K.C. Estrutura Financeira: Os Vetores da Determinação dos Valores das Empresas e o Conseqüente Processo das Dificuldades Financeiras. In: III SEMEAD – Seminários em Administração/FEA-USP, 1998, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA/USP, 1998. 15p.

RIBEIRO, K.C.S. & SILVA, V. L. S. A Nova Economia Institucional: O Sistema de Franquia Como uma Forma Contratual de Fornecimento e Distribuição. In: I SEMINÁRIO DA NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL, 1998, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA/USP, 1998. 16p.

RICKETTS, M. *The Economics of Business Enterprises: New Approaches to the Theory of the Firm*. Brighton: The Harvester Press Publishing Group, 1987. 306 p.

RIORDAN, M. & WILLIAMSON, O. Asset Specificity and Economic Organization. *International Journal of Industrial Organization*, 3, 1985. p.365-378.

ROSS, Stephen A. et alii. *Administração Financeira*. São Paulo: Atlas, 1995. 698p.

SABOURIN, E. et al. Mudança Institucional e Desenvolvimento da Agricultura Familiar Brasileira: Dois Casos de Coordenação dos Produtores para o Acesso à Inovação e ao Mercado. In: I SEMINÁRIO DA NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL, 1998, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA/USP, 1998. 14p.

SANVICENTE, A. Z. *Administração Financeira*. 3^a. Ed. São Paulo: Atlas, 1997. 283p.

SARTORIS, W. L. & HILL, N. C. A Generalized Cash Flow Approach to Short-Term Financial Decisions. *The Journal of Finance*, vol. XXXVIII, n.º.2, 1983. p. 349-387.

SCHERR, F. C. *Modern Working Capital Management: Text and Cases*. New Jersey: Prentice Hall-Inc, 1989. 381p.

SCHNEIDER, Alexandre A. et alii. *Franchising: da prática à teoria*. São Paulo: Naltese, 1991.

- SELLTIZ, C. et alii. *Métodos de Pesquisa nas Relações Sociais*, 6ª. Reimpressão EPU. São Paulo: Editora USP, 1975.
- SEWARD, J. K. Corporate Financial Policy and the Theory of Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, vol. XLV, n.º.2, 1990. p. 351-377.
- SHELMAN, M. L. The Agribusiness Systems Approach: cases and concepts. In: PROCEEDINGS OF THE INTERNATIONAL AGRIBUSINESS MANAGEMENT ASSOCIATION INAUGURAL SYMPOSIUM, 1991. *Anais...* p. 47-51.
- SHLEIFER, A. & VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, vol. LII, n.º.2, 1997. p. 737-783.
- SILVA, T.N. *A Participação dos Cooperados na Gestão de Cooperativas de Produção: Uma Análise da Separação entre Propriedade e Controle*. São Paulo: Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, 1994. 195p. (Dissertação, Mestrado).
- SIMÃO FILHO, Adalberto. *Franchising - aspectos jurídicos e contratuais*. São Paulo: Atlas, 1993.
- SIMON, H. The Architecture of Complexity. *Proceedings of The American Philosophical Society*, 106, 1962. p. 467-482.
- SMITH, Keith V. An Overview of Working Capital Management. In: *Readings on the Management of Working Capital*, 2ª. Ed. New York: West Publishing Company, 1980. p.3-21.
- ____ & SELL, Shirley Blake. Working Capital Management In Practice. In: *Readings on the Management of Working Capital*, 2ª. ed., New York: West Publishing Company, 1980. p. 51-84.

SOUZA, M. C. M. *Algodão Orgânico: O Papel das Organizações na Coordenação e Diferenciação do Sistema Agro-industrial do Algodão*. São Paulo: Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, 1998. 187 p. (Dissertação, Mestrado).

STONE, Bernell K. & WOOD, Robert A. Daily Cash Forecasting: A Simple Method for Implementing the Distribution Approach, *Financial Management*, Fall, 1977. In: *Readings On the Management of Working Capital*, 2ª. ed., New York: West Publishing Company 1980. p. 119-132.

SUZUKI, Edson S. *Administração dos Conflitos entre Franqueadores e Franqueados: Um Estudo de Casos*. São Paulo: Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, 1994. (Dissertação, Mestrado).

TIROLE, O . The Theory of the Firm. In: TIROLE, O . *Industrial Organization*. Cambridge: 1993. p. 15-60.

UNGAR, M. & ZILBERFARB, B. The Demand for Money by Firms: The Stability and Other Issues Reexamined. *The Journal of Finance*, vol. XXXV, n °. 3, 1980. p. 779-85.

VICECONTI, P.E.V.& NEVES, S. *Introdução à Economia*. 3ª. ed. São Paulo: Editora Frase, 1999. 520p.

WANDERLEY, C. B. Técnicas Produtivas Toyotistas: Novas Formas de Governança. In: I SEMINÁRIO DA NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL, 1998, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA/USP, 1998. 14p.

WELSCH, Glenn A . *Orçamento Empresarial*. 4ª. ed. São Paulo: Athas, 1996. 397p.

WEYDMANN, C. L. Contratos na Parceria Supermercados - Produtor. Um Estudo de Caso. In: I SEMINÁRIO DA NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL, 1998, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA/USP, 1998.14p.

WILLIAMSON, O. Organizational Form, Residual Claimants, and Corporate Control. *Journal of Law and Economics*, Chicago, vol XXVI, 1983. p. 351-366.

_____. *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*. New York: The Free Press, 1985. 450p.

_____. What is Transaction Cost Economics? In: *The Economics of Firm and Market Organization*. Pittsburgh: 1986. p. 174-189.

_____. Corporate Finance and Corporate Governance. *The Journal of Finance*, vol. XLIII, n.º. 3, 1988. p. 567-591.

_____. Comparative Economic Organization: The Analysis of Discreet Structural Alternatives. *Administrative Science Quartely*, 36, 1991. p.93-119.

_____. Transaction Costs Economics. In: WILLIAMSON, O. *Handbook of Industrial Organizational*. Vol.I, Berkeley: Ed. Schmalensee and Willig, 1996. p. 136-182.

_____. *The Mecanisms of Governance*. New York: Oxford University Press, 1996. 429p.

WILLIAMSON, O. & WINTER, S. G. *The Nature of the Firm: Origins, Evolution, and Development*. New York: Oxford University Press, 1993. P. 1-73.

ZYLBERSZTAJN, D. *Estruturas de Governança e Coordenação do Agribusiness: Uma Aplicação da Nova Economia das Instituições*. São Paulo: Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, 1995. 237p. (Tese, Livre Docência).

_____. Entre o Mercado e a Hierarquia: Análise de Casos de Quebra Contratual no Agribusiness. In: I Semead, Seminários em Administração, 1996, São Paulo. *Anais...* São Paulo: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 1996. p. 1060-1080.