

O AVANÇO DO MODELO DE GOVERNAÇÃO CORPORATIVA DE STAKEHOLDERS E SEUS DESAFIOS

Arapoan Fernandes de Carvalho Neto¹

RESUMO

O Presente artigo pretende se debruçar, de maneira breve, acerca da tendência global de privilegiar o modelo de governança corporativa pautada no modelo de stakeholders, ou seja um modelo em que administradores de uma companhia devem privilegiar todas as partes que entram em relação contratual com a empresa, como, por exemplo, funcionários, consumidores e fornecedores, em contraponto ao movimento preponderante desde a década de 1970 que determina que os administradores de uma companhia devem focar, apenas, em maximizar valor para os acionistas, os shareholders. Para alcançar esse objetivo, o presente artigo visa definir o que é um modelo de governança corporativa de stakeholder e um modelo de shareholder e quais são as críticas encontradas atualmente contra o modelo de stakeholder, especialmente as que tratam acerca do problema de principal e agente. Por fim, o artigo expõe o modelo de governança corporativa baseado em uma teoria de sistemas, o qual poderia ser um avanço em relação à governança de stakeholder em virtude das críticas que tal modelo recebe.

Palavras-chave: Stakeholder. Shareholder. Governança Corporativa. Problema do Principal-Agente. Direito Empresarial.

ABSTRACT

The present essay intends to show the advancement of the stakeholder model of corporate governance, while also defining what is the stakeholder model, stakeholderism, and the shareholder model, shareholder primacy model, shareholderism. It also aims to tackle the challenges regarding proper control of the board of directors when applying a stakeholder model, especially in regard to the principal-agent problem, and possible alternatives to tackle this problem, as, for instance, the system theory model proposed by scholars.

Keywords: Stakeholderism. Shareholderism. Corporate Governance. Agent-Principal Problem.

¹ Advogado (OAB/RJ 228.506). Candidato LLM na Universidade de Maastricht, especialização em Direito Empresarial. Bacharel em Direito pela Universidade Federal Fluminense (UFF). Email: Arapoan.neto@gmail.com

INTRODUÇÃO

A noção de que a responsabilidade social da empresa deve ser o lucro, popularizada com a ascensão do modelo da Escola de Chicago de economistas que defendiam o livre mercado², que teve como maior representante de tal pensamento o notório artigo de Milton Friedman publicado no New York Times, está em queda no pensamento global. Esse fenômeno pode ser observado com a ascensão do modelo de governança corporativa conhecido como o modelo de stakeholders conforme demonstrado na Business Roundtable (BRT) do verão de 2019 e no Manifesto de Davos de 2020 posto que em ambos os eventos há menção de que as companhias devem beneficiar a todos os stakeholders, representando uma mudança no modelo de governança corporativa preponderante, qual seja, de maximização dos ganhos dos acionistas, os shareholders, que é conhecido como o shareholder model.

Entretanto, alguns autores argumentam que não se trata de um avanço ou nascimento de um novo modelo de governança corporativa, mas um retorno a práticas antigas. O embate entre ambos os modelos de governança corporativa, o modelo de stakeholders e o modelo de shareholders, já ocorreu quando do chamado “Grande Debate”³⁴, durante a Grande Depressão, em que Adolf Berle, um defensor do modelo de shareholder, debateu contra Merrick Dodd, que possuía uma versão mais abrangente de uma empresa, modelo esse que considerava que uma firma também deveria servir stakeholders. No final, a posição de Dodd prevaleceu, com Berle admitindo a derrota, firmando a posição dominante de stakeholders no mundo corporativo.

No entanto, com o passar dos anos e as mudanças nas conjunturas econômicas da sociedade, o modelo de shareholder ganhou força, conforme expresso anteriormente, com uma ideia fundamental servindo como o sustento de tal modelo, a concepção de que a companhia é um conjunto de contratos⁵, teoria expressa primeiramente por Ronald Coase em *The Nature of the Firm*⁶.

² STOUT, Lynn. *The Shareholder Value Myth – How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations and the Public*. São Francisco:Barrett-Koehler Publishers,Inc. 2012. p. 23

³ Idem

⁴ STEFANO, Zamagni. *It is Time to Move on From Friedman’s View of the Corporation – Milton Friedman 50 years later*. Chicago: Stigler Center. 2020. p. 56.

⁵ FRIEDMAN, Milton. *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*. The New York Times Magazine. 1970

⁶ COASE, Ronald. *The Nature of the Firm*. Blackweel Publishing Ltd. 2007. pgs.403-404.

Milton Friedman considerou que os acionistas, os shareholders, são donos da companhia, razão pela qual a responsabilidade social da empresa seria aumentar os seus lucros, o que aumentaria a riqueza de seus donos e qualquer ação que visasse uma melhoria para outro que não o acionista poderia ser visto como o administrador da empresa fazendo caridade com dinheiro alheio, no caso, do acionista.

A mesma ideia pode ser vista nos escritos de Michael Jensen e William Meckling⁷, que descrevem que os acionistas devem ser vistos como principais⁸ e os gerentes, diretores, administradores de uma empresa que devem agir conforme a vontade dos acionistas, sendo, portanto, agentes da vontade dos acionistas, o que na concepção dos citados autores implicaria maximização dos lucros da empresa porque a vontade dos acionistas seria financeira apenas.

A ideia acerca de qual seria a vontade dos acionistas, dos shareholders, é trabalhada com maestria por diversos autores^{9,10}, porém menção especial deve ser feita a Lynn Stout¹¹, que argumenta que os acionistas são pessoas e, portanto, não possuem a maximização do lucro a qualquer custo como máximo, e que a procura do lucro a qualquer custo pode ser prejudicial, como ocorreu com o famoso vazamento de óleo da *British Petroleum* no golfo do México, sendo a atitude de obter lucro a qualquer custo equiparada a pescar com uma dinamite¹². Contudo, o ponto que será abordado no presente artigo é a questão da relação entre acionistas e os administradores da empresa como um problema entre principal-agente, principalmente quando se trata do modelo de stakeholder que ganha tração atualmente.

O PROBLEMA DO PRINCIPAL-AGENTE

O problema do principal-agente é uma questão recorrente através da história. Por exemplo, na Idade Média o tópico foi examinado a fim visto que mercadores e guildas de mercadores precisavam utilizar agentes para realizarem suas operações corriqueiras sendo confiados a agentes capital ou mercadorias que poderiam ser facilmente utilizadas pelo agente

⁷ JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Volume 3, Issue4. 1976. pgs.8-9.

⁸ Idem. pgs 11-12.

⁹ HART, Oliver. Shareholders Don't Always Want to Maximize Shareholder Value – Milton Friedman 50 years later. Chicago: Stigler Center. 2020. pgs. 51-54.

¹⁰ HART, Oliver; ZINGALES, Luigi. Serving Shareholders Doesn't Mean Putting Profit Above All Else – Milton Friedman 50 years later. Chicago: Stigler Center. 2020. pgs. 55-58.

¹¹ STOUT, Lynn. The Shareholder Value Myth – How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations and the Public. São Francisco:Barrett-Koehler Publishers,Inc. 2012.

¹² Idem. p.48.

para perseguir os seus próprios interesses e ganhos ao invés do interesse do mercador ou guilda¹³. Para solucionar tais problemas, foram criados um diverso arranjo de mecanismos que ofereciam diversas formas de controle sobre o agente como redes de parentesco, as próprias guildas de mercadores, novas formas legais de empreendimento, documentos, sistemas notariais, registro de contratos em municipalidades e cortes públicas para resolução de conflitos¹⁴.

Atualmente, podemos observar a mesma raiz do problema de principal-agente, porém em circunstâncias diferentes. Não há mais que se falar em guildas mercantis entregando capital ou mercadorias para um agente, mas de diversos conflito de agência que podem surgir dentro de uma companhia. A melhor das doutrinas caracteriza o conflito de agência como sendo uma questão que surge quando o interesse de uma parte, classificada como agente, está à mercê de ações a serem tomadas por outra parte, considerada como agente, com o conflito sendo a questão de manter o agente em consonância com a vontade do principal ao invés de procurar servir seus próprios interesses¹⁵.

Tal conflito surge em razão de o agente, na maioria das vezes, possuir mais informações do que os principais em relação aos fatos relevantes que permeiam certa situação o que pode levar o agente a agir oportunamente para uma performance pior do que contratado, ou até mesmo divergir da promessa do contrato completamente, agindo oportunamente, sem que o principal saiba as razões e verdadeiros impactos das ações do agente¹⁶¹⁷.

A doutrina considera que há três tipos de conflito de agência¹⁸. O primeiro é o conflito que surge entre uma companhia (principais) e os contratados para administrar a companhia (agentes), como gerentes, por exemplo, sendo o conflito a questão da garantia de que os gerentes realizem suas funções seguindo os interesses da companhia, dos donos da companhia, ao invés dos seus próprios interesses.

O segundo conflito é o que surge entre a maioria dos donos que possuem uma maioria ou efetivo controle em uma empresa e uma minoria de donos ou donos que não

¹³ OLIVE, Sheilagh. *Institutions and European Trade – Merchant Guilds, 1000 – 1800*. Cambridge University Press, 2011, p. 315.

¹⁴ *Idem*. pg.341.

¹⁵ ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. *Agency Problems, Legal Strategies, and Enforcement – Discussion Paper No. 664*. Harvard Law School. 2009. p.3.

¹⁶ JENSEN, Michael; MECKLING, William. *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. *Journal of Financial Economics*, Volume 3, Issue4. 1976. pgs.6-9.

¹⁷ *Idem*.

¹⁸ ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. *Agency Problems, Legal Strategies, and Enforcement – Discussion Paper No. 664*. Harvard Law School. 2009., p.2.

possuem o controle efetivo. Tal conflito não deve ser visto apenas como um problema restrito a casos de acionistas majoritários e minoritários, mas também em casos em que alguns donos de uma empresa possam efetivamente tomar uma decisão que afete todos os outros donos, como no caso de uma empresa controlada por duas famílias distintas, mas que uma família tenha mais pessoas em posição de controle do que a outra. Nesse caso, os donos não controladores podem ser vistos como principais e os controladores como agentes e o conflito seria os controladores tomarem uma decisão que também leve os interesses dos não controladores, ao invés de uma decisão que considere apenas a posição majoritária¹⁹.

O terceiro e último conflito surge entre a companhia, incluindo os donos, e outras partes que entre em uma relação contratual com a empresa, como empregados, clientes, fornecedores e tantas outras partes. A companhia e os donos seriam os agentes e as outras partes se comportariam como agentes e as partes que entram em relação contratual seriam os principais com o problema sendo restringir a empresa em explorar tais partes em virtude do poder que detém²⁰.

Dessa forma, assumindo como correta as suposições de Milton Friedman, Michael Jensen e William Meckling, qual seja, de que a companhia é um conjunto de relação contratuais e de que os acionistas são donos de uma sociedade anônima por conta da teoria dos direitos residuais, teríamos que os acionistas ingressam em uma relação contratual com os administradores de uma companhia, gerentes e diretores, sendo os acionistas os principais e os administradores agentes.

A proposta visão de acionistas como principais e administradores como agentes seria um grande problema a ser superado em uma governança corporativa baseada em um modelo stakeholder, conforme será demonstrado.

O MODELO STAKEHOLDER E SEUS DESAFIOS

Apenas para efeitos de clarificação, o presente artigo considera que stakeholders são os grupos e indivíduos que são afetados ou podem afetar o objetivo de uma empresa, conforme definição de Edward Freeman²¹. Logo, o modelo de governança corporativa de stakeholder seria o de que para uma empresa ser considerada bem-sucedida os

¹⁹ Idem

²⁰ Idem

²¹ FREEMAN, Edward. Strategic Management: A Stakeholder Approach. Cambridge University Press. 2010. p.52.

administradores devem levar em consideração diversos grupos de stakeholders quando da tomada de decisões²². A mesma concepção de sucesso empresarial pode ser encontrada nos escritos de Lynn Stout²³.

Conforme expresso anteriormente, quando se fala em um modelo de governança corporativa que leva em consideração diferentes pessoas e indivíduos para o sucesso de uma empresa, tal é classificado como modelo stakeholder, e como vimos, tal modelo ganha tração atualmente posto que grandes grupos de discussão empresarial, como a Business Roundtable de 2019 e o Manifesto de Davos de 2020 abordam tal assunto. Entretanto, há críticas válidas ao referido modelo que devem ser levadas em consideração para que a governança empresarial possa progredir a ponto de efetivamente beneficiar a todas as partes envolvidas e a sociedade em geral.

Por exemplo, Lucian Bebchuk e Roberto Tallarita consideram que uma governança corporativa baseada no modelo stakeholder aumentaria o isolamento dos diretores e gerentes de uma companhia e reduziria a capacidade de prestação de contas por parte dos administradores perante os donos, acionistas, caracterizando, portanto, um conflito de agência do primeiro tipo²⁴. Tais consequências do modelo de stakeholder seriam causadas em virtude de um aumento no número de possíveis considerações dos administradores da empresa.

Veja-se, sob o modelo shareholder, o parâmetro que rege as decisões dos administradores é a satisfação dos shareholders, seja ela exclusivamente uma satisfação monetária ou ainda uma satisfação que leve outros fatores em consideração como, por exemplo, impacto ambiental da empresa. Logo, uma decisão dos administradores teria que somente levar em conta os desejos dos acionistas, em contraste, em um modelo de stakeholder, de acordo com Bebchuck e Tallarita, ter como norte a ideia de que a empresa tem que levar em consideração a vontade dos stakeholders poderia ser utilizado por um administrador com a intenção de agir independentemente para justificar qualquer ação, ainda mais porque defensores do modelo stakeholder não são proponentes de que stakeholders possam ter direito a voto na companhia ou que tenham direito a ingressar com uma ação contra administradores da empresa, preferindo que os administradores utilizem de sua própria discricão e boa-fé para atender os interesses dos Stakeholders. Isso acaba por tornar os

²² FREEMAN, Edward. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Cambridge University Press, 2010, p.52-53

²³ STOUT, Lynn A. *The Shareholder Value Myth - How Putting Shareholders First Harm Investors, Corporations, and the Public*. Berrett-Koehler Publishers Inc. 2012, p. 12-14.

²⁴ BEBCHUCK, Lucian; TALLARITA, Roberto. *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*. Cornell Law Review. 2020. pgs. 53-60.

administradores mais livres em suas decisões e por consequência pode implicar violações aos conflitos de agência do primeiro e terceiro tipo listados anteriormente.

Por exemplo, no Brasil, a Lei 6.404/1976, Lei das SA, estabelece que um administrador tem o dever de diligência, dever de lealdade, dever de informar e veda qualquer ato que o administrador possa ter interesse conflitante com a empresa. Veja-se, que o art. 154, caput²⁵, afirma que o administrador deve agir para benefício da empresa, satisfazendo exigências do bem público e resguardando a função social da empresa. Entretanto, uma possível ação de responsabilidade contra o administrador é de competência da companhia, *mediante prévia deliberação da assembleia-geral*, referente aos prejuízos causados, conforme art. 159, caput²⁶, da Lei das AS. Quem possui o poder de decidir na assembleia-geral? Acionistas com poder de voto, apenas. Logo, trazer tais parâmetros para responsabilidade dos administradores da empresa sem mecanismos que deem poder a stakeholders, seja de voto ou para responsabilizar administradores, seria nulo de acordo com Tallarita e Bebchuk.

Novamente, tal movimento do modelo stakeholder pode acabar por ser apenas uma máscara que um dos administradores use para esconder um movimento particular, de seu interesse, o que infringiria o disposto no art. 156, caput²⁷, alegando em ser para benefício de um dos stakeholders. Da mesma forma, esses supostos benefícios a stakeholders pode ser usado para proteger administradores de regras que determine uma maior prestação de contas perante os acionistas.

Outro ponto a ser abordado pelos autores é que o modelo stakeholder pode levar a um aumento nos custos de agência, visto que a expansão de parâmetros trazidos pelo modelo pode levar a decisões tomadas serem mais difíceis de chacagem por acionistas, os shareholders, o que, em última instância, conforme Tallarita e Bebchuk poderia até mesmo a levar a um abandono de monitoramento pelos acionistas, o que seria uma violação por completo do conflito de agência na medida que o agente estaria agindo livremente sem atender às diretrizes do principal.

²⁵ Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

²⁶ Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio.

²⁷ Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.

Tallarita e Bebchuck também consideram que um movimento para o modelo de stakeholder acabaria por não beneficiar os stakeholders²⁸²⁹, o que seria uma violação do conflito de agência do terceiro tipo, entre a companhia e os donos e as partes que entra em contrato com a companhia. Para os autores, tal modelo criaria apenas expectativas ilusórias para lidar com a habilidade da companhia de consertar seus problemas, o que poderia implicar inércia por parte de legisladores a criarem leis que realmente e efetivamente lidem com as vontades dos stakeholders. Como uma forma de explicar tal posicionamento, são apontados dados que demonstram que empresas que são engajadas com stakeholders, como consumidores e empregados, acabam por não trazer nenhum benefício concreto, sendo apontado, por exemplo, o fato de em tais empresas os salários aumentarem em ritmo lento ou até mesmo estagnarem enquanto o lucro de acionistas continua subindo. O modelo stakeholder seria uma solução falsa para tal problema posto que administradores poderiam ter realocados ganhos em transações para proteger stakeholders, mas acabaram escolhendo por não fazerem tal opção em virtude de, principalmente, a remuneração dos administradores ser decidida pelos acionistas e que a remuneração muitas vezes está atrelada ao lucro gerado pela empresa que é posteriormente repassado aos acionistas. Logo, a solução proposta seria não um modelo de governança stakeholder, fixada em um ramo de direito empresarial e na boa-fé e discrição do administrador, mas que as relações de stakeholders seja regulamentada por segmentos específicos do direito, como direito do trabalho para relações trabalhistas, direito do consumidor para tratar de consumidores, direito ambiental, e todos os outros.

AVANÇOS E ALTERNATIVAS AO MODELO STAKEHOLDER

Importante ressaltar alternativas ao modelo stakeholder tradicional, como o proposto por Tamara Belinfanti e Lynn Stout³⁰, em que empresas não devem ser vistas de forma independente, mas interconectadas com tudo, como um sistema de partes que fazem um todo complexo. Tal concepção nasce de inspiração em conceitos de biologia, engenharia e outros

²⁸ BEBCHUCK, Lucian; TALLARITA, Roberto. The Illusory Promise of “Stakeholderism”: Why Embracing Stakeholder Governance Would Fail Stakeholders – Milton Friedman 50 years later. Chicago: Stigler Center. 2020. pgs. 26-29.

²⁹ BEBCHUCK, Lucian; KOBİ, Kastiel; TALLARITA, Roberto. For Whom Corporate Leaders Bargained: What the Past Can Teach Us About the Questionable Promise of Implementing Stakeholder Capitalism Today – Milton Friedman 50 years later. Chicago: Stigler Center. 2020. pgs. 31-34.

³⁰ BELINFANTI, Tamara; STOUT, Lynn. A. Contested Visions: The Value of Systems Theory for Corporate Law (March 29, 2017). University of Pennsylvania Law Review, Forthcoming; Cornell Legal Studies Research Paper No. 17-17, p. 17.

campos de conhecimento, afirmando que um sistema contém elementos distintos assim como uma companhia, que possui diretores, acionistas, empregados, que são coordenados e interconectados e operam para servir uma função, que no caso da companhia seria o produto. Tal comparação é feita como uma forma de tentar obter um melhor entendimento da verdadeira natureza da companhia, o que, conseqüentemente, implicaria tentativas de melhora de sua performance.

Tal conceito pode ser considerado como uma evolução do modelo stakeholder criticado por Tallarita e Bebchuk, posto que a avaliação dos administradores seria pelo sistema como um todo e não apenas por uma única parte, os acionistas, em razão de a argumentação de Belinfanti e Stout afirmar que os melhores julgadores da performance de uma companhia são os envolvidos no negócio, sendo essa teoria de sistema uma síntese de diversos elementos de modelos de governança corporativa diferentes que podem avaliar uma performance melhor do que um valor para acionistas a longo prazo, que é uma forma que alguns interpretam a ideia de lucro para acionistas³¹.

Esse sistema de governança corporativa seria de difícil implementação conforme exposto pelas próprias autoras em difundir a ideia complexa em um curto espaço de tempo, devendo ser mais elaborado para implementação. Entretanto, é chegada a uma conclusão interessante ao se proclamar que uma companhia não deve ter seu propósito ligado a apenas um dos seus subsistemas, nesse caso os acionistas, e que a melhor forma de governança corporativa seria uma que não maximiza o valor, lucro, para acionistas mas que cada um dos subsistemas trabalhe com eficiência e de maneira saudável, tendo a companhia como foco tendência de vendas, moral dos funcionários, satisfação dos clientes, boa cadeia de fornecedores e oportunidades para reinvestimento. Entretanto, como admitido pelas autoras, tal modelo ainda precisa de um maior desenvolvimento para que seja compreendido.

³¹ KAPLAN, Steven. The Enduring Wisdom of Milton Friedman – Milton Friedman 50 years later. Chicago: Stigler Center. 2020. p.4.

CONCLUSÃO

Dessa forma, a aplicação de uma forma de governança corporativa nos moldes de Edward Freeman pode implicar o surgimento de diversos conflitos de agência, especialmente referentes ao primeiro e terceiro tipo, o que pode ocasionar um maior isolamento dos administradores já que os stakeholders não possuem os mesmos direitos dos acionistas, quais sejam, o direito a voto, a ingressar com ação de responsabilidade contra o administrador e até mesmo o direito de vender suas ações e sair do negócio, sendo que, no final, tal modelo pode não resultar em benefícios aos próprios stakeholders já que os administradores, tendo uma maior discricionariedade, podem escolher em não agir para beneficiar os stakeholders.

Logo, a melhor solução seria avanços regulatórios para que legislação seja feita que obrigue os administradores a agirem mais em favor de stakeholders, especialmente ao levar em consideração que formas consideradas mais avançadas e complexas, como a teoria de sistema proposta por Belinfanti e Stout são mais difíceis de implementar como um todo e ainda necessitam de mais elaborações e estudos.

REFERÊNCIAS

ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Agency Problems, Legal Strategies, and Enforcement – Discussion Paper No. 664. Harvard Law School, 2009.

BEBCHUCK, Lucian A. and TALLARITA, Roberto. The Illusory Promise of Stakeholder Governance (February 26, 2020). Forthcoming, Cornell Law Review, December 2020. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3544978>.

BEBCHUCK, Lucian; TALLARITA, Roberto. The Illusory Promise of “Stakeholderism”: Why Embracing Stakeholder Governance Would Fail Stakeholders – Milton Friedman 50 years later. Chicago: Stigler Center. 2020.

BEBCHUCK, Lucian; KOBI, Kastiel; TALLARITA, Roberto. For Whom Corporate Leaders Bargained: What the Past Can Teach Us About the Questionable Promise of Implementing Stakeholder Capitalism Today – Milton Friedman 50 years later. Chicago: Stigler Center. 2020.

BELINFANTI, Tamara; STOUT, Lynn A. Contested Visions: The Value of Systems Theory for Corporate Law (March 29, 2017). University of Pennsylvania Law Review, Forthcoming; Cornell Legal Studies Research Paper No. 17. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2942961>

BONNAFOUS-BOUCHER, Maria; RENDTORFF, Jacob Dahl. Stakeholder Theory – A model for Strategic Management. Springer. 2016.

COASE, Ronald. The Nature of the Firm. Blackweel Publishing Ltd. 2007.

FREEMAN, Edward. Strategic Management: A Stakeholder Approach. Cambridge University Press, 2010.

FRIEDMAN, Milton. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. The New York Times Magazine. 1970.

HART, Oliver. Shareholders Don’t Always Want to Maximize Shareholder Value – Milton Friedman 50 years later. Chicago: Stigler Center. 2020.

HART, Oliver; ZINGALES, Luigi. Serving Shareholders Doesn’t Mean Putting Profit Above All Else – Milton Friedman 50 years later. Chicago: Stigler Center. 2020

JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, Volume 3, Issue4. 1976.

KAPLAN, Steven. The Enduring Wisdom of Milton Friedman – Milton Friedman 50 years later. Chicago: Stigler Center. 2020.

MESURE, Hervé. A Liberal Critique of the Corporation as Stakeholders. Stakeholder Theory – A European Perspective Palgrave Macmillan collaboration. P.39-54.

STOUT, Lynn A. The Shareholder Value Myth - How Putting Shareholders First Harm Investors, Corporations, and the Public. Berrett-Koehler Publishers Inc. 2012.

STEFANO, Zamagni. It is Time to Move on From Friedman's View of the Corporation – Milton Friedman 50 years later. Chicago: Stigler Center. 2020.

OLIVE, Sheilagh. Institutions and European Trade – Merchant Guilds, 1000 – 1800. Cambridge University Press, 2011.

BRASIL, Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm.