



**V SINGEP**

**Simpósio Internacional de Gestão de Projetos, Inovação e Sustentabilidade**  
**International Symposium on Project Management, Innovation and Sustainability**

ISSN: 2317 - 8302

## **A Gestão do Portfólio de Projetos e a Teoria dos Custos de Transação: Proposições empíricas**

**RONIELTON REZENDE OLIVEIRA**

FUMEC

ronielton@fumec.edu.br

**HENRIQUE CORDEIRO MARTINS**

FUMEC

henrique.martins@fumec.br



**V SINGEP**

Simpósio Internacional de Gestão de Projetos, Inovação e Sustentabilidade  
International Symposium on Project Management, Innovation and Sustainability

ISSN: 2317 - 8302

## **A GESTÃO DO PORTFÓLIO DE PROJETOS E A TEORIA DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO: PROPOSIÇÕES EMPÍRICAS**

### **Resumo**

Os estudos seminais de portfólio, tem origem na década de 1950 na literatura financeira, e esses substanciaram o desenvolvimento da gestão do portfólio em projetos, no âmbito de negócios com objetivos de entrega de benefícios organizacionais a partir de vários projetos. Com o propósito de contribuir para os estudos organizacionais com foco na eficiência, este ensaio teórico movimentou-se em torno de quatro variáveis: os custos de transação, os custos de agência, a governança e a gestão do portfólio de projetos. Desse modo, por meio da revisão de literatura articulada, as proposições empíricas sustentadas por este estudo apontaram que a partir das estruturas de governança como unidade de análise e avaliação, existe uma relação direta entre os níveis e mecanismos de governança implementados na organização com os pressupostos comportamentais apontados pelos custos de transação, e esses são mediados pelo problema de agência, especificamente, o oportunismo com o comportamento do agente, e a racionalidade limitada com o resultado esperado, das ações do agente na gestão do portfólio de projetos, de modo que ambos afetam os custos de transação no ambiente de projetos.

**Palavras-chave:** Gestão do Portfólio de Projetos; Custos de Transação; Eficiência.

### **Abstract**

Seminal studies of portfolio, originated in the 1950s in the financial literature, and these substantiated the development of project portfolio management under business with delivery goals of organizational benefits from several projects. In order to contribute to organizational studies focusing on efficiency, this theoretical essay moved up around four variables: transaction costs, agency costs, governance and project portfolio management. Thus, through articulated literature review, empirical propositions supported by this study showed that from governance structures as units of analysis and evaluation, there is a direct relationship between the levels and governance mechanisms in place in the organization with the assumptions behavioral mentioned by transaction costs, and these are mediated by the agency problem, specifically, opportunism with the agent behavior and bounded rationality with the expected result, the actions of the agent in the project portfolio management, so that both affect transaction costs in project environment.

**Keywords:** Project Portfolio Management; Governance; Transaction Costs; Agency Costs; Efficiency.



## 1. INTRODUÇÃO

As firmas, mercados e contratos relacionais são instituições econômicas importantes. Eles são o produto evolutivo de uma série fascinante de inovações organizacionais e a compreensão geral do comportamento dessas instituições tem se mostrado um objetivo fundamental dos pensadores econômicos, desde a consolidação da economia enquanto ciência independente do conhecimento humano. Para os economistas, se não mais de forma geral, a relação entre governança e organização é importante. Com isso, a governança sendo um conceito abrangente, os custos de transação são indicados como um meio pelo qual é possível compreender as formas operacionais de governança na organização. Nos estudos organizacionais, persiste a unanimidade propositiva que a corporação moderna é complexa. Entretanto, há muito menos acordo sobre os seus atributos, como e porque, ela tem sucessivamente evoluído para assumir a configuração atual. Desta forma, na corporação moderna, com ênfase especial para os conglomerados e empresas multinacionais, além das próprias instituições econômicas em constante evolução, os investidores estão muito mais preocupados com os rendimentos esperados dos seus títulos, de que com o valor que pode ser agregado ao seu patrimônio pela gestão do portfólio (Markowitz, 1952; Williamson, 1981b, 1985, 1992 e 2009). Porém, a teoria do Portfólio desenvolveu-se sobre como maximizar os benefícios dos investimentos, combinando risco e retorno, e isso é muito bem executado pela gestão do portfólio de projetos.

A abordagem dos custos de transação para o estudo das organizações tem sido analisada em três níveis: “o primeiro é a estrutura geral da firma; o segundo centra-se nas operações e atividades que devem ser realizadas dentro da firma, e não fora dela; e, o terceiro está preocupado com a maneira como ocorrem as iterações da firma com os ativos humanos” (Williamson, 1981a, p. 547), ou seja, as iterações que são expressas pelos custos de agência (Jensen & Meckling, 1976). Logo, uma sugestão emergente é a de minimizar os custos de transação para distribuir os recursos de acordo com o nível de risco e retorno aceitos pela organização (Carter & Hodgson, 2006). Ações típicas e coerentes com os objetivos da gestão do portfólio de projetos. Assim, questões contextuais são cruciais para influenciar o progresso e os resultados dos projetos, e um tema frequentemente discutido é a importância do apoio da alta direção. Outro fator, que também tem chamado a atenção em relação as ações de patrocínio executivo, é um maior foco em governança corporativa. Isso ocorre por causa dos colapsos corporativos, que têm destacado a necessidade de prestação de contas, transparência e a capacidade de implementar a estratégia. Portanto, se a governança é o meio pelo qual infunde-se ordem, para mitigar os conflitos e perceber o ganho mútuo (Williamson, 2009), o papel de patrocinador executivo fornece o elo crítico entre a governança corporativa e os portfólios de projetos, e esses são importantes para garantir que os requisitos de negócio sejam cumpridos ao prestar apoio aos projetos e programas da firma (Crawford, et al., 2008).

Considerando que “existem diferentes perspectivas entre a administração geral e a gestão de projetos, entre o conselho de administração e a gestão organizacional, entre os profissionais especializados em diferentes áreas de conhecimento, entre os gerentes de projetos e gerentes de programas, entre os gerentes de programas e gerentes de portfólios, e assim por diante. Cada um terá algo em comum, mas também terão diferentes objetivos, limitações, conhecimentos, pressupostos e soluções de contorno, além de que persistem as diferentes ascendências dentro das organizações, as quais permitem a existência de diferentes pontos de vista e pré-conceitos que podem vir a prevalecer” (McGrath & Whitty, 2015, pp. 755-756). Isso, significa que as instituições complexas comumente servem à uma variedade de objetivos, e a forma de organização que sobreviverá em uma atividade, será aquela que oferecer o produto exigido pelos clientes ao preço mais baixo, enquanto estiver a cobrir seus próprios custos. Por sua vez, a corporação moderna é para ser entendida como o produto de uma série de inovações



organizacionais que tiveram a finalidade e o efeito de economizar em suas transações. Assim, a abordagem dos custos de transação para o estudo da organização econômica, se refere à transação como a unidade básica de análise e sustenta uma compreensão dos custos de transação. As aplicações desta abordagem exigem que as transações sejam dimensionadas e que existam estruturas de governança, no sentido que a economia de transações será realizada por meio da atribuição das transações para as estruturas de governança, de uma forma discriminatória, geralmente com foco na eficiência (Williamson, 1981a e 1981b; Fama & Jensen, 1983).

Este ensaio teórico é sobre a influência da economia dos custos de transação na gestão do portfólio de projetos. O estudo pretende articular na forma da argumentação teórico-empírica sobre as temáticas dos custos de transação e custos de agência, além das próprias intersecções com a governança e os efeitos propositivos que essas podem ter na gestão do portfólio de projetos. Para tanto, o trabalho tem o objetivo de discutir o alinhamento da governança com os objetivos estratégicos conduzidos por meio das iniciativas da gestão do portfólio de projetos, as quais promovem eficiência operacional e maximização de benefícios no nível organizacional. Consequentemente, este trabalho é uma análise teórica articulada, que representa um convite a reflexão das relações dos custos de transação até as influências da gestão do portfólio de projetos nas organizações.

O artigo está organizado em quatro partes, além desta introdução. A segunda parte, apresenta uma revisão de literatura sobre a teoria da Economia dos Custos de Transação que têm origem na teoria da Firma; além dessas, sobre a teoria da Agência e suas origens, para em seguida apontar uma perspectiva de governança e levar o ensaio para a teoria do Portfólio e as associações pertinentes com a gestão do portfólio de projetos. A terceira parte, apresenta as proposições teóricas expostas sobre uma argumentação substanciada na discussão teórica, que associou os níveis e arranjos de governança da organização, mediados pelos custos de agência, com os custos de transação que ocorrem no ambiente de projetos e afetam diretamente a gestão do portfólio de projetos. Por fim, na última parte, são apresentadas as considerações finais.

## **2. DISCUSSÃO TEÓRICA**

### **2.1. Custos de Transação**

Ronald Coase, em seu clássico sobre “A Natureza da Firma”, foi o precursor a trazer o conceito de custos de transação para suportar os estudos da firma e a organização do mercado. A proposição foi de que às firmas e os mercados são estruturas de gestão alternativas que diferem em seus custos de transação. Especificamente, Coase apontou que sob certas condições, os custos de permuta econômica conduzidos no mercado, podem exceder os custos de gerir a permuta dentro da firma. A principal razão por que é rentável estabelecer uma firma, parece ser que há um custo de utilização do mecanismo de preços e o custo mais óbvio, de organizar a produção através do mecanismo de preços é descobrir o quão relevante são estes preços. Esse custo pode ser reduzido, mas não será eliminado; uma vez que os custos de negociação e celebração de um contrato são separados para cada transação de permuta que ocorre no mercado, e também devem ser levados em conta. Visto que, a essência do contrato é que ele só deve indicar os limites e os poderes do empresário. Além disso, dentro desses limites, ele pode, portanto, dirigir outros fatores de produção e admitir que a função de coordenação do empresário é importante para inquirir, porque a coordenação é o trabalho do mecanismo de preços em um caso, e do empresário em outro. Desta forma, o empresário tem de exercer a sua função a um custo menor, levando em conta o fato de que ele pode obter fatores de produção por um preço inferior ao do mercado nas operações que ele substituir, porque é sempre possível reverter para o mercado se ele não conseguir fazer (Coase, 1937).



De acordo com Coase (1988, p. 17), “se uma transação fosse organizada dentro da empresa ou se seriam realizadas no mercado por fornecedores independentes, dependeria de uma comparação entre os custos de realizar essas operações no mercado com os custos de realização dessas operações dentro de uma organização, a Firma”. Porém, foi a trilogia de Williamson (1975, 1985 e 1996) que adicionou precisão considerável para o argumento geral de Coase (1937), identificando os tipos de permutas que são mais adequadamente realizadas dentro dos limites das firmas, do que no mercado. Uma vez, o trabalho de Coase ser um tratamento perspicaz incomum de um problema fundamental em um ponto de início no tempo, que dificilmente pode ser criticado por não ir mais longe. E, as alegações de Coase sobre a firma servem para a teoria da Economia dos Custos de Transação (TCE) em dois aspectos: em primeiro lugar, a confiança no mecanismo de preços exige que os preços relevantes sejam descobertos. Em segundo lugar, a empresa substitui um único contrato incompleto por muitos outros completos. Tais contratos incompletos supostamente economizam o custo de negociação e celebração de contratos separados (Williamson, 1975).

Os fatores subjacentes explicam como e porque essas economias são realizadas e não são trabalhadas para fora da firma, no entanto, “a discussão de Coase, de porque a organização interna não desloca totalmente para o mercado é ainda menos completa. Apesar da sua discussão ser prematura, defende-se uma teoria mais completa das firmas e dos mercados, do que Coase foi capaz de forjar no seu estudo seminal, com a expectativa de ter atenção autoconsciente para as ramificações dos atributos elementares das decisões humanas, nos quais oportunismo é um, e a racionalidade limitada é outro” (Williamson, 1975, p. 4). Assim, a TCE pressupõe que as decisões humanas estão sujeitas à racionalidade limitada, sendo que o comportamento é “intencionalmente racional, mas unicamente limitado por isso” (Simon, 1961, p. xxiv citado por Williamson, 1975) e também são dados ao oportunismo, que é uma condição de auto interesse procurando o dolo.

Se a incerteza ou a complexidade está presente como um requisito, o problema da racionalidade limitada surge como uma escolha institucional comparativa interessante, que é muitas vezes colocada para a tomada de decisão. E, o oportunismo estende a suposição convencional de que os agentes econômicos são guiados por considerações de interesse próprio para fazer provisão para o comportamento estratégico. Este processo implica um auto interesse com dolo e tem profundas implicações para a escolha entre as relações contratuais alternativas. Ainda, considera-se que o oportunismo deve ser distinguido entre comportamento administrativo e comportamento instrumental, no qual o primeiro envolve uma relação de confiança, em que a palavra de uma parte pode ser tomada como vínculo fundamental, e o segundo é um modo mais neutro, em que não há autoconhecimento necessário aos interesses de uma parte, para ser promovido a estratégias de qualquer tipo (Williamson, 1975).

Desta forma, e “em comparação com outras abordagens ao estudo da organização econômica, a TCE: (1) é mais micro analítica; (2) é mais consciente sobre seus pressupostos comportamentais; (3) introduz e desenvolve a importância econômica da especificidade dos ativos; (4) assenta-se mais na análise institucional comparativa; (5) diz respeito aos negócios da empresa como uma estrutura de governança, em vez de uma função de produção; e (6) coloca mais peso sobre as instituições *ex-post* dos contratos, com ênfase especial na ordem privada (em comparação com a ordem judicial)” (Williamson, 1985, pp. 17-18). Com isso, a TCE coloca o problema da organização econômica como um problema contratual, visto ser uma tarefa particular a ser realizada, que pode ser organizada em qualquer uma de várias formas alternativas de contrato explícito ou contrato implícito, além de incluir os respectivos dispositivos de suporte associados a cada forma contratual (Williamson, 1985).

Um fator complicador é que os custos do contrato são interdependentes e os custos de transação são de dois tipos usualmente distintos. Os primeiros, *ex-ante*, são os custos de



elaboração, negociação e salvaguarda um acordo contratual; e os segundos, *ex-post*, podem assumir várias formas que incluem: “(1) os custos de desadaptação incorridos quando as transações derivam fora de alinhamento em relação à como a curva de contrato muda; (2) os custos incorridos se os esforços bilaterais são feitos para corrigir o desalinhamento; (3) a instalação e os custos de funcionamento associados com as estruturas de governança (muitas vezes não incluem as ações jurídicas) em que as disputas são referidas; e (4) os custos de ligação para efetuar compromissos seguros” (Williamson, 1985, pp. 20-21). Em síntese, os custos de transação são os custos de funcionamento do sistema e devem incluir os custos *ex-ante*, como a elaboração dos contratos e as ações de negociação, e os custos *ex-post*, como o monitoramento dos contratos e a própria execução (Rindfleisch & Heide, 1997).

A transação é o elemento central da análise da TCE, sendo estes os fatores que a definem: racionalidade limitada e oportunismo (pressupostos comportamentais) e incerteza e especificidade dos ativos (atributos da transação), além de que o quadro de microanálise de Williamson, também incluiu a neutralidade de risco, como um terceiro pressuposto comportamental e a frequência de transação, como um terceiro atributo transacional. Neste ensaio, sendo considerados somente os pressupostos comportamentais da racionalidade limitada e oportunismo para fins de discussão. A racionalidade limitada, é a suposição de que os tomadores de decisão têm restrições sobre as suas capacidades cognitivas e limites de sua racionalidade. Uma permuta não pode ser especificada *ex-ante* (isto é, a incerteza ambiental) e o desempenho não pode ser facilmente verificado *ex-post* (isto é, incerteza comportamental). Com isso, a racionalidade limitada simplesmente significa que existem certos limites físicos na capacidade humana de processar uma informação. Os tomadores de decisão são intencionalmente racionais, mas também são limitados por isso, então a racionalidade limitada é a inabilidade resultante de escrever contratos globais (Rindfleisch & Heide, 1997).

O oportunismo, é o pressuposto de que dada a oportunidade os tomadores de decisão podem inescrupulosamente procurar servir os seus próprios interesses, e que é difícil saber *a priori*, quem é confiável e quem não é. Pois, o oportunismo é descritivamente preciso, emprega termos tais como a confiança e mais de perto descreve como os parceiros comerciais se comportam, e a TCE não assume que os atores sociais são oportunisticamente inclinados, mas apenas que alguns atores se comportam oportunisticamente, além de ser difícil e caro identificar atores oportunistas *ex-ante*, sendo que a questão mais importante envolve as implicações de desvios de oportunismo, no qual o risco de oportunismo cria a necessidade de estruturas de governança formalizadas (Rindfleisch & Heide, 1997).

A marca distintiva da firma, portanto é a substituição do mecanismo de preços (Coase, 1937), por isso a análise dos custos de transação encara explicitamente as estruturas de governança das firmas. Na qual, a premissa básica é que se a adaptação, a avaliação de desempenho e a salvaguarda de custos estão ausentes ou baixas, os agentes econômicos favoreceram a governança do mercado. Se estes custos são altos o suficiente para superar as vantagens do custo de produção do mercado, as firmas irão favorecer à organização interna. A lógica por trás desse argumento é baseada em certas suposições, *a priori*, sobre as propriedades internas da organização e a sua capacidade de minimizar os custos de transação (Rindfleisch & Heide, 1997). Por fim, “o mundo dos contratos é descrito pelo planejamento, pela promessa, pela concorrência e pela governança. E qual dessas descrições será mais aplicável, dependerá dos pressupostos comportamentais que dizem respeito a uma troca, dos atributos econômicos do bem ou serviço em questão” (Williamson, 1985, p. 30).

## 2.2. Custos de Agência

Durante os anos 1960 e início dos anos 1970, os economistas exploraram a relação entre indivíduos e grupos. Em trabalho seminal, Alchian e Demsetz sinalizaram que a firma serve



como um mercado substituto altamente especializado. Eles suportaram que o diretor-empregador, em virtude do monitoramento de muitos elementos, adquire informação privilegiada sobre os talentos produtivos existentes. Isso ajuda a sua eficiência diretiva de efetuar contratações no mercado. O empregador, então, compartilha esta informação com o gerente-empregado e este, ajuda-o a determinar boas combinações de contratação para composição da equipe. Assim, aqueles que trabalham como empregados são usados pelo empregador para discernir combinações de informações superiores. Não só o empregador decide o que cada informação irá produzir, ele também estima que informações heterogêneas vão trabalhar conjuntamente de forma mais eficiente, e ele faz isso no contexto de um mercado de propriedade privada para a formação de equipes. Em outras palavras, as oportunidades para composição de uma equipe rentável para produção, já dentro da firma pode ser verificada de forma mais econômica e precisa do que com recursos fora da firma, de modo que combinações superiores de informações podem ser mais economicamente identificadas e formadas a partir de recursos já existentes na organização do que por meio da obtenção de novos recursos (e, conhecimento deles) no mercado (Alchian & Demsetz, 1972).

A literatura também descreve o problema de partilha de riscos como aquele que surge quando as partes cooperantes têm atitudes diferentes em relação ao risco. Assim, da integração e testes de duas perspectivas, a teoria da organização e a economia, surgiu nomeadamente a teoria da Agência (Eisenhardt, 1986), que ao tentar descrever a relação usou a metáfora de um contrato, e ampliou à discussão sobre a partilha de riscos para incluir o chamado problema de agência. Problema, que ocorre quando as partes cooperantes têm objetivos diferentes (Jensen & Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989). Especificamente, a teoria da Agência é “dirigida à relação de agência onipresente, em que uma pessoa, o principal, delega o trabalho para outro, o agente, que realiza esse trabalho” (Eisenhardt, 1989, p. 58). Essa teoria então, está preocupada em resolver dois problemas que podem ocorrer em relações de agência. O primeiro é o ‘problema de agência’, que surge quando os desejos ou objetivos do principal e agente são conflitantes, sendo difícil ou caro para o principal verificar o que o agente está realmente fazendo. A questão central são as limitações do principal em verificar se o agente se comportou de forma adequada. O segundo é o ‘problema da partilha do risco’, que surge quando o principal e agente têm atitudes diferentes em relação ao risco. A questão central é que o principal e o agente podem preferir ações diferentes (Eisenhardt, 1989).

Verifica-se que os conceitos da agência se desenvolveram em duas correntes e refere-se a literatura da agência como o “agente-principal” (Jensen, 1983, p. 334), e também a um segundo tipo como um ramo da teoria positiva da agência, na qual “intensidade de capital, grau de especialização de ativos, custos de informação, mercados de capitais e mercados de trabalho internos e externos são exemplos de fatores no ambiente de contratação que interagem com os custos das diferentes práticas de controle e de ligação para determinar as formas contratuais” (Jensen, 1983, pp. 334-335). E, ambas interessam a este ensaio, uma vez que os problemas de agência surgem porque a elaboração e execução dos contratos não são sem custos. Pois, os custos de agência incluem os custos de estruturação, monitoramento e a ligação de um conjunto de contratos entre o principal e agente que possuem interesses conflitantes, além de que os custos de agência também incluem o valor da produção perdida, porque os custos de pleno cumprimento dos contratos excedem os benefícios (Fama & Jensen, 1983). Ou seja, “todos os sistemas de decisão envolvem custos” (Fama & Jensen, 1983, p. 307).

Constata-se que o controle é considerado, ainda que o interesse tradicional seja a contratação. E com isso, visualiza-se dois casos que influenciam os custos de agência. O primeiro caso é uma informação completa. Ambas as partes, principal e agente, sabem o que o agente fez, pois quando se observa o comportamento do agente, um contrato baseado em comportamento é o ideal, porque os comportamentos do agente são a mercadoria adquirida. O



segundo caso é uma informação incompleta. O agente está consciente de seus comportamentos, mas o principal não está. Então surge um dilema, porque o principal não pode determinar se o agente se comportou de forma adequada. E, se o principal recompensa o agente com base nos comportamentos de trabalho acordados, mas sem confirmação desses comportamentos por parte do comitente, o agente pode se esquivar e assim, o agente não pode ser invocado para realizar, conforme acordado (Eisenhardt, 1986).

No caso das informações incompletas, o principal tem duas opções: primeiro, pode adquirir informações sobre o comportamento do agente e premiar os comportamentos. Isto requer maiores mecanismos de vigilância, tais como medidas de custo de contabilidade, sistemas de orçamento, ou camadas adicionais de gestão; ou alternativamente, pode premiar o agente baseado em resultados, como por exemplo, o lucro. Tais resultados são medidas substitutas para os comportamentos. No entanto, nesta opção, o agente é penalizado ou recompensado por resultados parcialmente fora de seu controle. Em síntese, a teoria da agência sugere duas estratégias subjacentes de controle, comportamento e resultados, e essas estratégias dependem da avaliação de desempenho. As ideias centram-se no papel da incerteza, na escolha da estratégia de controle por meio de seu impacto sobre os custos de partilha de riscos, e no papel dos sistemas de informação na manutenção do controle de comportamento, como uma alternativa ao controle de resultados quando a informação sobre o comportamento do agente é de outra maneira incompleta (Eisenhardt, 1986).

Desta forma é importante observar o caráter do contrato, no qual um fator é o empregado dentro de uma empresa. O contrato é aquele em que o fator, mediante determinada remuneração (que pode ser fixa ou flutuante), concorda em obedecer às instruções de um empregador dentro de certos limites e por isso, a literatura da agência, sublinha que o principal (isto é, o diretor-empregador) tem plena consciência dos perigos da execução dos contratos por agentes (isto é, o gerente-empregado). Embora a separação entre propriedade e controle atenuem os incentivos de lucro, o futuro não tem surpresas. Pois, a ação de contratação relevante será realizada em alinhamentos de incentivo *ex-ante*, mesmo que os contratos sejam incompletos e dotados de lacunas *ex-post*, uma vez a literatura do custo de transação, manter a presunção refutável de que formas atípicas de contratação têm finalidades de eficiência. De tal modo, maior atenção é deslocada, no entanto, para a fase de elaboração e execução do contrato, porquanto os níveis mais elevados de frequência de transações constituem um incentivo para as empresas utilizarem a governança hierárquica, porque “o custo de estruturas de governança especializadas será mais fácil de recuperar para grandes transações de um tipo recorrente” (Williamson, 1985, p. 60). Portanto, considerando que as firmas e os mercados são as alternativas de liderança, em termos de suas capacidades para economizar em custos de transação, o movimento de aumento e redução nos custos, em função das relações preexistentes dos custos de agência, ocorre por meio da atribuição das transações que diferem em seus atributos, para as estruturas de governança de forma discriminatória, visto sobre as estruturas organizacionais acontecer as capacidades de adaptação e os custos associados as transações de contratação (Coase, 1937; Jensen & Meckling, 1976; Williamson, 1981a e 1985).

### 2.3. Governança

As ações de governança têm a função de remodelar incentivos para estabelecer formas alternativas de organização da produção entre os agentes econômicos, para mitigar conflitos e viabilizar a realização de ganhos mútuos (Williamson, 1996). Logo, a governança é usada para descrever um sistema de controle ou regulamento que inclui o processo de nomeação dos controladores e reguladores (Turnbull, 1997) e isso, de uma forma geral também está associado ao conceito de governança corporativa, de modo que as organizações que a possuem, tendem a demonstrar maior transparência em seus negócios, com a intenção de obter maior aceitação do





mercado e, conseqüentemente, possíveis investimentos. Portanto, “a governança corporativa pode ser considerada como um conjunto de mecanismos pelos quais os investidores asseguram o retorno dos seus investimentos” (Shleifer & Vishny, 1997, p. 2).

Do mesmo modo, a “governança corporativa descreve todas as influências que afetam os processos institucionais, incluindo as de nomeação dos controladores e reguladores, os quais estão envolvidos na organização da produção e venda de bens e serviços. Descrito dessa forma, a governança corporativa inclui todos os tipos de firmas ou não, constituídas de acordo com o direito civil” (Turnbull, 1997, p. 181). De fato, o tema da governança é de enorme importância prática. E, uma diversidade de agentes atua para influenciar, controlar, regular e gerenciar firmas, redes produtivas e associações. Além disso, uma abordagem inclusiva é usada pelo empregador para abranger a diversidade de formas e maneiras que se conduzem os empregados no domínio que define o tema da governança. Entretanto, mesmo nas economias de mercado avançadas, há uma grande quantidade de desacordo sobre como bom ou mau, são os mecanismos de governança existentes. Por isso, os mecanismos de governança devem ser vistos como instituições econômicas e legais, que auxiliam as firmas a minimizar os custos, uma vez que implicam na adoção de regras que permite levantar capital externo com um menor custo, já que os investidores precisam ter certeza que eles terão retorno sobre o capital investido. Assim, os mecanismos de governança corporativa prestam essa garantia (Shleifer & Vishny, 1997; Turnbull, 1997).

A pesquisa em governança corporativa aborda a natureza das interações e relações entre a firma e suas partes interessadas no processo de tomada de decisão e controle sobre os recursos existentes na firma (Van Ees, Gabrielsson, & Huse, 2009). Os estudos sobre a temática usualmente são descritos por seis grandes linhas em termos de estrutura, interações e processos de decisão. Sobre a estrutura, na perspectiva de relacionamentos internos, está o (1) Comando e Controle, que de acordo com o modelo de agência, assume a premissa de que principais e agentes, comportam-se de forma racional e oportunista. Além disso, ambos têm objetivos conflitantes que aparecem em graus variáveis e atuam com o objetivo de maximizar seus próprios benefícios em condições de informação incompleta ou assimétrica; e na perspectiva de relacionamentos externos, está a (2) Codificação e Conformidade, que representa o regulamento de governança corporativa existente na firma e inclui a legislação existente, além dos códigos gerais de governança corporativa que regem a estrutura e as relações entre a firma e suas partes interessadas externas. Sobre as interações, na perspectiva de relacionamentos internos, está a (3) Colaboração e Conflito, as quais lidam explicitamente com o comportamento do conselho de administração e, as interações e relações existentes entre os membros do conselho de administração com outros atores internos; e na perspectiva de relacionamentos externos, está a (4) Coordenação e Cooperação, aqui os conselhos de administração podem vincular a organização com seu ambiente por meio do estabelecimento de contatos importantes que fornecem acesso a informações oportunas, por meio de redes pessoais e profissionais. Uma maneira de vincular a organização com seu ambiente é por meio de representantes de cooptação em grupos constituintes que são importantes no ambiente, assim, tais práticas de cooptação podem ser vistas como atos instrumentais que visam atingir as metas organizacionais, reduzindo a incerteza, adquirindo recursos, ou difundindo informações. Sobre os processos de decisão, na perspectiva de relacionamentos internos, está a (5) Cognição e Competência, de fato a complexidade da tomada e formulação de decisões estratégicas, bem como os processos por meio dos quais essas decisões evoluem entre os atores internos e externos, representam complexidade para as ações de governança corporativa; e na perspectiva de relacionamentos externos, por fim, está a (6) Conformidade e Cerimônia, que preocupa-se com a forma como os processos de conformidade e formalização ocorrem em face dos atores externos para influenciar as decisões e resultados da firma (Van Ees, Gabrielsson, & Huse, 2009, pp. 309-310).



Um sistema eficaz de decisão e controle implica, quase por definição, que o controle (ratificação e monitoramento) das decisões é, em certa medida separado da gestão (iniciação e execução) das decisões. Assim, agentes de decisões individuais podem ser envolvidos na gestão de algumas decisões e no controle de outras, mas a separação significa que um agente individual não exerce gestão e controle de direitos exclusivos sobre as mesmas decisões. Do mesmo modo, os pilares centrais comuns aos sistemas de controle de decisão em organizações complexas, serão representados por hierarquias de decisões formais, em que as iniciativas de decisão dos agentes de nível inferior são repassadas aos agentes de nível superior, em primeiro lugar, para ratificação e, em seguida, para o monitoramento (Fama & Jensen, 1983). Portanto, “se o termo gestão é reservado para descrever os processos que envolvem a ação executiva, então, ele também descreve um subconjunto de processos de governança. No entanto, a utilização da palavra na disciplina de governança corporativa, resultou no uso sistematizado da palavra governança” (Turnbull, 1997, p. 183), em um sentido mais amplo por outras disciplinas.

A redefinição conceitual proposta por McGrath e Whitty (2015), faz todo sentido para abarcar os conceitos relacionados: (1) Governar é dirigir e controlar; (2) Governança é o sistema pelo qual uma entidade é dirigida e controlada; (3) Governo é uma entidade que controla uma área geográfica; (4) Governança Organizacional é o sistema pelo qual uma organização é dirigida, controlada e responsabilizada; (5) Arranjos de Governança Organizacional são a estrutura de uma entidade (partes componentes e inter-relações), posições (papéis, responsabilidades, níveis salariais e números), regras (escritas e não escritas, incluindo as políticas, procedimentos, códigos, metodologias e convenções), processos de tomada de decisão (incluindo financeira e outros delegados, bem como os processos de aprovação) e relatórios (anual, financeiro, progresso, segurança, regulatório e partes interessadas); (6) Governança Corporativa é a governança organizacional de uma empresa ou o sistema pelo qual uma empresa é dirigida e controlada e responsabilizada; e a (7) Governança de Projetos é a governança organizacional de um projeto ou o sistema que um portfólio, programa ou projeto é dirigido, controlado e responsabilizado (McGrath & Whitty, 2015, p. 781).

Ignorando a abordagem convencional para a terminologia da palavra governança, existente na *Agency Theory*, *Stewardship Theory*, *Stakeholder Theory*, *Transaction Cost Theory*, *Resource Dependence Theory*, entre outras teorias, é importante “separar o como (isto é, governança e processo), do que (isto é, conteúdo e estratégia)” (McGrath & Whitty, 2015, p. 784), para compreender que a estrutura de governança corporativa de uma firma, relaciona-se com acordos contratuais formais e informais entre as partes interessadas. Estrutura de governança que pode incluir a estrutura de lucros para os investidores de capital, da qual fazem partes os proprietários e credores da empresa, a estrutura de incentivos aos decisores, bem como a própria estrutura organizacional, que é responsável pela manutenção de um equilíbrio eficaz no poder de negociação entre as partes interessadas (Lashgari, 2004). E essa estrutura organizacional, humanamente concebida, envolve custos de transação para a manutenção e execução de acordos, os quais são fundamentais na gestão do portfólio de projetos nas organizações.

Por último fica evidente que os mecanismos de governança ineficazes impostos pela estratégia organizacional à gestão do portfólio de projetos, podem ter consequências graves tanto para os projetos, como para o negócio. Os requisitos de governança que uma firma impõe aos seus projetos está sujeito à influência, interesses e conhecimento de suas principais partes interessadas. Essas podem ter diferentes entendimentos dos ‘concorrentes’ modelos de governança vigentes e até mesmo, ter diferentes entendimentos sobre a mesma terminologia. Isso pode levar a uma confusão desnecessária, o conflito e a consequente perda de produtividade, o que afeta negativamente a duração, o custo do projeto e o resultado. Contudo, a governança é o ponto de confluência, nos quais os interesses concorrentes dos projetos



(organizações temporárias), com os próprios interesses maiores (administração superior) da organização, deve ser resolvido (McGrath & Whitty, 2015).

#### 2.4. Gestão do Portfólio de Projetos

A teoria do Portfólio surgiu na literatura financeira como uma forma de gerenciar os investimentos de capital a partir da necessidade de tomar decisões de investimento racionais que resultam na entrega de benefícios organizacionais (Markowitz, 1952) e isso, significa otimizar a utilização dos recursos da firma de modo a garantir que a entrega de tais benefícios, aconteçam de forma eficaz e eficiente. Deste modo, a gestão de projetos, deve ser tratada em um ambiente de portfólio de projetos, pois os projetos, ao contrário de bens ou investimentos, são os componentes da carteira (isto é, o portfólio) e a gestão coletiva desses projetos não relacionados, pode ocorrer de modo a otimizar os resultados de negócios, minimizando o nível geral de risco no âmbito organizacional (McFarlan, 1981), uma vez que o ponto central da gestão do portfólio de projetos é a relação risco *versus* retorno, na qual o objetivo fundamental é maximizar os benefícios em função dos investimentos realizados. Com isso, a gestão do portfólio de projetos tem sido definida como as “atividades gerenciais que se relacionam com a triagem inicial, seleção e priorização de propostas de projetos, a priorização simultânea de projetos em portfólio, e a alocação e realocação de recursos para projetos de acordo com a prioridade estabelecida” (Blichfeldt & Eskerod, 2008, p. 358). Além de que, também é uma forma de inovação em gestão, e deve ser reforçada e profissionalizada nas firmas com a intenção de constituir uma competência essencial para lidar com vários projetos em simultâneo (Beringer, Jonas, & Gemünden, 2012).

Um portfólio de projetos, em geral pode ser definido ao longo de quatro dimensões distintas, que representam o sucesso das formas de gestão: (1) a eficiência, que inclui os componentes médios de sucesso de um único projeto que foram definidos e usados em relação ao custo, tempo e qualidade, acrescidos pela satisfação e atendimento das necessidades e exigências das partes interessadas; (2) a sinergia, que cobre o valor adicional que é gerado a partir da coordenação transversal dos projetos, os quais supostamente excedem o valor da soma das contribuições que são entregues pelos projetos geridos de forma independente de um portfólio, e este valor adicional não pode ser obtido por um único projeto; (3) o ajuste estratégico de um portfólio, que reflete a perspectiva de adequação estratégica interna, que se refere ao alinhamento dos objetivos do projeto e alocação de recursos de acordo com a relevância estratégica de um projeto para o negócio; e (4) o equilíbrio do portfólio, no qual são efetuados ajustes de acordo com as perspectivas de inovação (incremental *versus* radical), mercado (novas *versus* antigas áreas de aplicação), finanças (altos *versus* baixos riscos do projeto), e aprendizagem (uso de novas *versus* tecnologias existentes) (Beringer, Jonas, & Gemünden, 2012).

Verifica-se que o processo de seleção de um portfólio de projetos pode ser dividido em duas fases. A primeira, começa com a observação e experiência, e termina com as crenças que levariam ao desempenho futuro, e a segunda, avança além dessas crenças relevantes sobre os desempenhos futuros, terminando com a escolha propriamente dita do que irá compor o portfólio (Markowitz, 1952). E isso, está vinculado ao estudo de viabilidade de projetos, que exaustivamente tenta integrar temas como benefícios financeiros, benefícios qualitativos, custos de implementação, metas, prazos, competências requeridas em pessoal, entre outros. Em resumo, é possível e útil identificar os riscos dos projetos durante a fase de estudo de viabilidade de projetos, porquanto a discussão do risco ser útil para aqueles que trabalham no projeto de forma individual como para a organização como um todo. Não só a realização desta análise sistemática poderá reduzir o número de falhas, mas igualmente importante, funcionará como um elo de comunicação que auxiliará gerentes de projetos e executivos a chegarem a um acordo



sobre os riscos, e quais serão as decisões tomadas em sintonia com os objetivos financeiros da firma (McFarlan, 1981).

Além de determinar o risco relativo para projetos únicos, a organização também deve desenvolver um perfil de risco completo que funcionará como agregador para o portfólio de projetos, já que os perfis de risco devem ser adequados para os diferentes tipos de firmas e estratégias. Uma vez que, quase todos os gerentes de portfólio no desenvolver de suas atribuições, também têm de decidir e fazer revisões, a fim de maximizar o retorno do portfólio dado a aceitação de um certo nível de risco (Mroua & Abid, 2014). Por isso, projetos difíceis requerem diferentes abordagens de gestão e os principais determinantes de risco são o tamanho, a estrutura do projeto e experiência com a tecnologia envolvida. A estrutura do projeto, implica que em alguns projetos, a própria natureza da tarefa define completamente, desde o momento da concepção, as saídas e os riscos inerentes as entregas. Em relação ao tamanho do projeto, verifica-se que quanto maior ele for, em detrimento de alguma moeda forte, os níveis de pessoal, tempo decorrido, e o número de departamentos afetados pelo projeto, maior será o risco. Por sua vez, a experiência com a tecnologia, significa que devido à maior probabilidade de ocorrer problemas técnicos inesperados, aumenta-se o risco do projeto, tão quanto inexista familiaridade da equipe do projeto e da organização (McFarlan, 1981). De fato, as firmas podem usar uma série de perguntas para avaliar o risco e construir um perfil de risco que irá ajudar a escolher as melhores ferramentas de gestão para projetos com diferentes riscos associados.

A revisão ótima do portfólio, então têm em conta os custos de transação que são considerados um problema complexo. Especialmente, quando os gerentes de portfólio são frequentemente julgados por suas decisões *ex-post* em relação ao valor de referência prescrito *ex-ante*, muitas das vezes unilateralmente pela alta direção. Por que os gerentes de portfólio adotam uma estratégia que busca maximizar um retorno esperado, o qual é ajustado em ações de monitoramento e controle em relação ao planejamento, durante a execução dos projetos, e eles sabiamente esperam que os portfólios sobre sua gestão, mantenham um nível de desempenho que está perto do ponto de referência desejado pela alta direção (Mroua & Abid, 2014). Ou seja, observam-se os retornos e resultados em relação ao planejamento anterior. Isso em sentido mais amplo, indica que em organizações que possuem uma orientação explícita de decisões para iniciação de projetos, a agência pode aprimorar os processos menos eficazes; ao mesmo tempo, a agência também é limitada nos casos de eficácia de níveis de processo muito elevados. Do mesmo modo, em organizações que possuem uma orientação implícita, o sistema de regras por si só não será visto como suficiente para influenciar plenamente a eficácia das decisões; e como resultado de agência será necessário aprimorar o sistema de regras para obter níveis mais altos de eficácia nas decisões para iniciação de projetos. Por isso, a implicação é de que a agência pode ser um fator exclusivo para influenciar a eficácia de algumas decisões que levem a iniciação de projetos, mas também pode aumentar as capacidades organizacionais e compensar as insuficiências organizacionais, e além disso pode ser restringida em face dos processos de tomada de decisão formais e eficazes (Mullaly, 2014).

Enquanto “a maioria das discussões da agência são limitadas a exploração do fenômeno, como sendo exclusivamente um fenômeno executivo” (Mullaly, 2014, p. 531). Sugere-se que a agência deva ser de fato percebida e operacionalizada nas ações de iniciar projetos em todos os níveis da organização, incluindo executivos, gerentes funcionais e gerentes de portfólio, programas e projetos. Além disso, embora a literatura indique que a influência da agência é ou está, na busca do interesse próprio para alinhar comportamentos do agente (ou, mesmo dele próprio) com os objetivos organizacionais do principal, compreende-se que a agência tem evidenciado que os processos influenciam a tomada de decisões eficazes, pois tem sido empregada tanto para compensar insuficiências políticas ou processos organizacionais, como para apoiar a consecução dos objetivos organizacionais. E isso, afeta indiretamente a gestão do



portfólio de projetos, uma vez a agência em função dos níveis e arranjos de governança da organização mediar os custos de transação que ocorrem no ambiente de projetos.

### **3. PROPOSIÇÕES EMPÍRICAS**

Na integração de perspectivas e teorias, verifica-se que “a teoria da agência é importante, e ainda uma controversa teoria” (Eisenhardt, 1989, p. 57). Com isso, considerando, que os princípios dos custos de transação estão na perspectiva de que “fora da firma, os movimentos dos preços de produção são coordenados por operações de permuta no mercado e, dentro da firma, estas operações de mercado são eliminadas e no lugar da complicada estrutura de mercado com operações de permuta, tem-se o empregador, que direciona a produção” (Coase, 1937, p. 388), observa-se que “o crescimento do uso da forma empresarial, bem como o crescimento de valor de mercado das firmas estabelecidas sugere que, pelo menos, até o presente, os credores e os investidores de um modo geral não estão decepcionados com os resultados, apesar dos custos de agência inerentes à forma empresarial” (Jensen & Meckling, 1976, p. 71). Isso significa, que uma forma adotada para controlar a produção com o objetivo de obter-se o crescimento é inserir o agente na firma para em nome do principal, auxiliar o processo de produção.

A função do empregador substituída para realização das atividades de coordenação, expressa-se como um instrumento para monitorar o mecanismo de preço (transações externas), razão pela qual é vantajoso estabelecer uma firma para descobrir quais são os preços relevantes para o mercado. Por isto, entende-se que as ações subsidiadas por agentes, implicam em custos reduzidos, mas não eliminados para o principal, uma vez que o custo de negociação e conclusão de diferentes contratos para cada transação serão considerados. Assim, os contratos não serão eliminados sobre a existência de uma firma, entretanto, serão reduzidos, uma vez que os contratos estabelecem limites, nos quais o empregador pode direcionar e otimizar os seus fatores de produção. Do mesmo modo, os custos de agência refletem uma forma válida para o empregador exercer sua função a um custo menor, levando em conta o fato de que ele pode obter fatores de produção por um preço inferior ao do mercado, para não ser necessário recorrer ao mercado. A firma, dessa forma consiste no sistema de relações que vem a existir quando a direção de recursos é dependente do empregador, o qual é capaz de reduzir os custos de transação que emergem durante a produção e permuta, capturando ganhos de eficiência que os indivíduos não conseguem.

De acordo com Jensen e Meckling (1976, p. 72), “os custos de agência são tão reais quanto quaisquer outros custos. O nível dos custos de agência depende, entre outras coisas, da legislação, do direito comum e da criatividade humana na elaboração de contratos. Tanto a lei e a sofisticação dos contratos relevantes para a empresa moderna, são os produtos de um processo histórico em que haja fortes incentivos para os indivíduos minimizarem os custos de agência. Além disso, existem formas de organização alternativas disponíveis, e oportunidades para inventar novas. Sejam quais forem suas deficiências, as empresas, até agora, sobreviveram ao teste do mercado contra possíveis alternativas”. Por isso, os resultados, comprovam que a intersecção entre os custos de transação e os custos de agência, são satisfatórios no ponto de vista de que mesmo sob a incidência crescente dos custos de agência inerentes à forma empresarial, os retornos e a maximização de valor, ambos percebidos ao se atingir o lucro, a razão de existência da firma, implicam em benefícios mútuos para credores e investidores.

Contudo “a gestão de uma firma complexa, deve lidar com questões como a redistribuição dos recursos internos em resposta à distúrbios ambientais como, planejamento estratégico, incluindo a inovação, e preservando (ou não degradando) a atmosfera intra-firma tanto quanto o tamanho da firma é ampliado” (Williamson, 1975, p. 324). Como também, são necessários os custos relativos para fazer com que o interesse do agente vise ao atendimento da



premissa fundamental do principal, que é a de maximizar o preço da firma, uma vez que essa consiste em um sistema de relacionamentos e relações que passa a existir, quando a direção dos recursos é dependente de um empregador. Então, a organização interna da firma e o estabelecimento da hierarquia sob uma estrutura complexa, incide em custos de agência à medida que uma firma se torna maior, e há um aumento na remuneração dos agentes. Ou seja, o custo de uma transação adicional dentro da firma poderá crescer de acordo com o número de transações que são organizadas pela firma, e se ocorrer falha na alocação de recursos, não tirando o melhor proveito dos fatores de produção, isso implicará em um preço de suprimento de um ou mais fatores de produção, que poderá crescer em razão de outras vantagens.

Entende-se que o comportamento do agente e, portanto, os custos de agência, estão presentes na medida que limitações de interesse, conduzem a firma para a perda de riqueza, pois os agentes não irão atender aos interesses, quando de maneira inequívoca incidirem em redistribuição duvidosa dos recursos internos para atender a distúrbios ambientais, de modo que essa ação seja divergente do objetivo do principal. E em cenário oposto, as decisões assertivas e a simetria de interesses entre agente e principal sobre os distúrbios ambientais, conduziram ao aumento do valor de mercado da firma. Assim, como sugere Williamson (1973, p. 316), “ao buscar-se entender uma falha no mercado, deve-se expandir e abranger as falhas institucionais (organização interna, político e judicial), para compreender a implicação destas sobre a estrutura da firma”. Isso, de fato permeia os custos de agência uma vez que as relações estabelecidas na firma, agem diretamente sobre os resultados econômicos alcançados, pois significa que os mecanismos de controle adotados, também estão sujeitos à avaliação quanto ao aspecto de controle e governança, para serem mais eficientes do ponto de vista de adequação estratégica as mudanças do ambiente, na medida que a firma é ampliada e os fatores econômicos que atuam na estrutura da organização se tornam mais dinâmicos e complexos sobre a perspectiva de integração e influência recíprocas.

Deste modo a governança no longo prazo, será estruturada, ou mesmo modificada pela concorrência no mercado, uma vez que a busca por posicionamento estratégico, por si só, força as firmas a minimizar os custos, e como parte desta minimização de custos instituir regras e mecanismos que permita-lhes levantar capital externo a um menor custo (Shleifer & Vishny, 1997). A partir das estruturas de governança como unidade de análise e avaliação, identifica-se relação direta dos pressupostos comportamentais indicados pelos custos de transação com a contratação dos agentes, seus comportamentos e o resultado esperado de suas ações na gestão do portfólio de projetos (Figura 1).

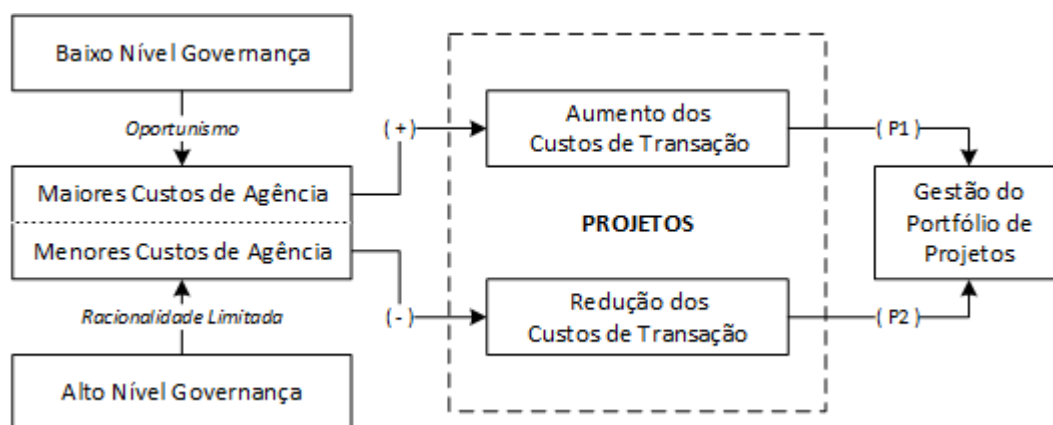


Figura 1. Transações e Custos associados com a Gestão do Portfólio de Projetos

O oportunismo, enquanto conveniência dos agentes que podem inescrupulosamente procurar servir os seus próprios interesses implica em maiores custos de agência, dado que é



difícil saber antecipadamente quem é confiável e quem não é. Entretanto, *ex-ante* é possível adquirir informações sobre comportamentos anteriores do agente por meio da utilização de mecanismos de governança instituídos para essa finalidade, e assim, estabelecer contratos razoáveis que premiam os comportamentos, tão quanto os mecanismos de vigilância instituídos comprovem *ex-post*, o atingimento do comportamento ideal que foi estabelecido com o contrato de trabalho, no qual existe uma separação entre controle das decisões e gestão das decisões. Na forma proposicional, a implicação desse argumento pode ser expressa da seguinte forma:

**P1:** *quanto menor forem os níveis e mecanismos de governança implementados na organização, os quais são mediados pelo conflito de agência entre os atores envolvidos com projetos mutuamente excludentes, maior são os efeitos dos custos de transação na gestão do portfólio de projetos.*

A racionalidade limitada, enquanto capacidade humana de processar informação supõe que os agentes como tomadores de decisão apresentam restrições sobre as suas características cognitivas que implicam em menores custos de agência. Contudo, premiar o agente baseado em resultados é uma medida substituta para o oportunismo baseado em comportamento, visto entre principal e agente existir uma assimetria de informação que resulta na inabilidade de escrever contratos globais e isso tenderia a reduzir os custos de transação nos projetos, visto que os mecanismos de governança representam um alto nível de controle de decisões para ratificar e monitorar as ações dos agentes ao atingir resultados. De forma contrária, a ineficiência dos mecanismos de governança frente ao oportunismo e comportamento inadequado, requerem o estabelecimento de contratos mais rígidos entre principal e agente, que se preocupam essencialmente em determinar soluções *ex-ante*, para os problemas ‘de agência’ e ‘partilha do risco’, afinal esses tenderiam a aumentar os custos de transação nos projetos. Na forma proposicional, a implicação desse argumento pode ser expressa da seguinte forma:

**P2:** *quanto maior forem os níveis e mecanismos de governança implementados na organização, os quais são mediados pelo conflito de agência entre os atores envolvidos com projetos mutuamente excludentes, menor são os efeitos dos custos de transação na gestão do portfólio de projetos.*

#### **4. CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Neste estudo foi realizado uma revisão da literatura, a partir da qual articulou-se sobre as temáticas dos custos de transação e custos de agência, com as suas relações e intersecções com a governança e os efeitos propositivos na gestão do portfólio de projetos. Desta maneira, ao perceber que “existem custos de fazer transações em uma economia de mercado, e que é necessário incorporá-los à análise” (Coase, 1988, p. 17), estabeleceu-se que os custos de transação são adequadamente feitos como a peça central da análise neste ensaio, mas estes não são operacionais de uma forma que permitem diretamente avaliar a eficiência de completar transações de uma forma sistemática (Williamson, 1975), principalmente por ser a análise dos custos de transação uma abordagem interdisciplinar para o estudo das organizações, que unifica economia, teoria da organização e contratos (Williamson, 1981a). A TCE sem dúvidas, fornece uma quantidade de elementos e a possibilidade de interpretação unificada para um conjunto díspar de fenômenos organizacionais, que podem ser tangenciados com os custos de agência para melhor entender o alinhamento da governança com os objetivos estratégicos conduzidos por meio das iniciativas da gestão do portfólio de projetos.

Por conseguinte, o trabalho indicou que as “estruturas de governança que têm melhores propriedades de economizar custos de transação, acabarão por deslocar as que têm pior, *ceteris paribus*. O *cetera*, no entanto, nem sempre são *paria*, pois, as implicações de governança da análise dos custos de transação será incompleta se realizado em firmas nas quais economizar



em custos de transação, implicariam no sacrifício de outros objetivos de negócio” (Williamson, 1981a, p. 574). Em termos mais gerais, a “economia dos custos de transação tem exibido a capacidade de crescimento” (Williamson, 1992, p. 350) das firmas, quando insiste ser a transação uma unidade básica de análise, que afeta as questões de formulação da organização (Williamson, 1985). Ainda que, os custos de transação possam surgir sob a forma de custos diretos ou oportunidades, diretamente relacionados a incerteza, a especificidade dos ativos e a frequência de transação (Rindfleisch & Heide, 1997). Ou seja, atributos da transação, os quais este trabalho não considerou. Isso por si só, emerge como uma possibilidade de estudos empíricos futuros, pois neste texto centrou-se somente nos pressupostos comportamentais da racionalidade limitada e oportunismo, para argumentar os efeitos que esses têm sobre a gestão do portfólio de projetos, quando mediados pelas relações de agência em função dos níveis e mecanismos de governança. Isto, também representa uma nova oportunidade de pesquisa, pois é possível investigar e avaliar se de fato as proposições empíricas deste trabalho, comportam-se na prática como as argumentações e os relacionamentos teóricos deste trabalho indicaram.

A Firma (Coase, 1937) considerada incompleta, motivou os relacionamentos com as abordagens complementares: Economia dos Custos de Transação (Williamson, 1975) e Agência (Jensen & Meckling, 1976). Conclui-se, desta forma que essas temáticas, indicam que os custos de transação sobre as permutas no mercado organizada pelo mecanismo de preços, os custos de agência com os interesses conflitantes entre agente e principal, o tamanho da firma, a figura do empregador e empregado, os fornecedores, os consumidores, os investidores, os credores, os fatores humanos, os fatores transacionais, o papel regulador e regulatório do Estado, a estrutura de governança, além de outras variáveis que se mostram presentes no modelo econômico vigente, constituem a forma de sustentação da firma, a qual é repleta de transações integradas no, e para o mercado com o objetivo de maximizar valor de forma permanente e repetitiva sobre uma estrutura de relações organizadas. As quais, inseridas na gestão do portfólio de projetos na relação risco *versus* retorno, implicam em efeitos maiores ou menores de custo nos projetos e na própria gestão do portfólio de projetos, e esses conduzem ao alcance dos benefícios tangíveis pelas metas de negócio em função dos investimentos realizados. Uma vez que a própria gestão do portfólio de projetos, ao trabalhar todos os projetos da organização, almeja fortalecer as interseções e objetivos comuns de resultado, para maximizar os benefícios quando otimiza a alocação integrada dos recursos da firma nos projetos, para gerar valor organizacional conforme os objetivos definidos no planejamento estratégico.

## REFERÊNCIAS

- Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1972). Production, Information Costs, and Economic Organization. *American Economic Review*, 62(5), 777-795.
- Beringer, C., Jonas, D., & Gemünden, H. G. (2012). Establishing Project Portfolio Management: An Exploratory Analysis of the Influence of Internal Stakeholders' Interactions. *Project Management Journal*, 43(6), 16-32.
- Blichfeldt, B. S., & Eskerod, P. (2008). Project portfolio management - There's more to it than what management enacts. *International Journal of Project Management*, 26(4), 357-365.
- Carter, R., & Hodgson, G. M. (2006). The impact of empirical tests of transaction cost economics on the debate on the nature of the firm. *Strategic Management Journal*, 27(5), 461-476.
- Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, 4(16), 386-405.
- Coase, R. H. (1988). The Nature of the Firm: Origin. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 4(1), 3-17.





- Crawford, L., Cooke-Davies, T., Hobbs, B., Labuschagne, L., Remington, K., & Chen, P. (2008). Governance and Support in the Sponsoring of Projects and Programs. *Project Management Journal*, 39(Supplement), S43-S55.
- Eisenhardt, K. M. (1986). Control: Organizational and economic approaches. *Management Science*, 31(2), 134-149.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Jensen, M. C. (1983). Organization Theory and Methodology. *The Accounting Review*, 58(2), 319-339.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Lashgari, M. (2004). Corporate Governance: Theory and Practice. *Journal of American Academy of Business*, 5(1), 46-51.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- McFarlan, W. F. (1981). Portfolio approach to information systems. *Harvard Business Review*, 59(5), 142-150.
- McGrath, S. K., & Whitty, S. J. (2015). Redefining governance: from confusion to certainty and clarity. *International Journal of Managing Projects in Business*, 8(4), 755-787.
- Mroua, M., & Abid, F. (2014). Portfolio revision and optimal diversification strategy choices. *International Journal of Managerial Finance*, 10(4), 537-564.
- Mullaly, M. (2014). The role of agency in project initiation decisions. *International Journal of Managing Projects in Business*, 7(3), 518-535.
- Rindfleisch, A., & Heide, J. B. (1997). Transaction Cost Analysis: Past, Present, and Future Applications. *Journal of Marketing*, 61(4), 30-54.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Simon, H. A. (1961). *Administrative Behavior* (2 ed.). New York: Macmillan Company.
- Turnbull, S. (1997). Corporate Governance: Its scope, concerns and theories. *Corporate Governance: An International Review*, 5(4), 180-205.
- Van Ees, H., Gabrielsson, J., & Huse, M. (2009). Toward a Behavioral Theory of Boards and Corporate Governance. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 307-319.
- Williamson, O. E. (1975). *Markers and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. New York: The Free Press.
- Williamson, O. E. (1981a). The Economics of Organization: The Transaction Cost Approach. *American Journal of Sociology*, 87(3), 548-577.
- Williamson, O. E. (1981b). The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes. *Journal of Economic Literature*, XIX, 1537-1568.
- Williamson, O. E. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*. New York: The Free Press.
- Williamson, O. E. (1992). Markets, hierarchies, and the modern corporation: An unfolding perspective. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 17, 335-352.
- Williamson, O. E. (1996). *The Mechanisms of Governance*. New York: The Free Press.
- Williamson, O. E. (2009, December 8). Transaction Cost Economics: the natural progression. *Prize Lecture*, 455-476.