

# **Influential Article Review- Exploring a Company's Administration, Organization and Arrangement of Ownership**

**Ed Cummings**

**Terrell Sims**

**Ida Grant**

*This paper examines management and organization We present insights from a highly influential paper. Here are the highlights from this paper: This paper integrates elements from the theory of agency, the theory of property rights and the theory of finance to develop a theory of the ownership structure of the firm. We define the concept of agency costs, show its relationship to the 'separation and control' issue, investigate the nature of the agency costs generated by the existence of debt and outside equity, demonstrate who bears costs and why, and investigate the Pareto optimality of their existence. We also provide a new definition of the firm, and show how our analysis of the factors influencing the creation and issuance of debt and equity claims is a special case of the supply side of the completeness of markets problem. For our overseas readers, we then present the insights from this paper in Spanish, French, Portuguese, and German.*

*Keywords: Agency costs and theory, internal control systems, conflicts of interest, capital structure, internal equity, outside equity, demand for security analysis, completeness of markets, supply of claims, limited liability*

## **SUMMARY**

- The publicly held business corporation is an awesome social invention.
- Millions of individuals voluntarily entrust billions of dollars, francs, pesos, etc. of personal wealth to the care of managers on the basis of a complex set of contracting relationships which delineate the rights of the parties involved.
- The growth in the use of the corporate form as well as the growth in market value of established corporations suggests that at least, up to the present, creditors and investors have by and large not been disappointed with the results, despite the agency costs inherent in the corporate form.
- The level of agency costs depends, among other things, on statutory and common law and human ingenuity in devising contracts.
- Both the law and the sophistication of contracts relevant to the modern corporation are the products of a historical process in which there were strong incentives for individuals to minimize agency costs.

- Moreover, there were alternative organizational forms available, and opportunities to invent new ones. Whatever its shortcomings, the corporation has thus far survived the market test against potential alternatives.

## HIGHLY INFLUENTIAL ARTICLE

We used the following article as a basis of our evaluation:

Jensen, M. C. (2000, December). A THEORY OF THE FIRM: GOVERNANCE, RESIDUAL CLAIMS AND ORGANIZATIONAL FORMS, Harvard University Press. (Vol. 3, No. 4). Jensen, Michael C. and Meckling, William H., Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure (July 1, 1976). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=94043> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.94043>

This is the link to the publisher's website:

[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94043](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043)

## INTRODUCTION

### Motivation of the Paper

In this paper we draw on recent progress in the theory of property rights, agency, and finance to develop a theory of ownership structure<sup>1</sup> for the firm. In addition to tying together elements of the theory of each of these three areas, our analysis casts new light on and has implications for a variety of issues in the professional and popular literature including the definition of the firm, the “separation of ownership and control,” the “social responsibility” of business, the definition of a “corporate objective function,” the determination of an optimal capital structure, the specification of the content of credit agreements, the theory of organizations, and the supply side of the completeness of markets problems.

Our theory helps explain:

1. why an entrepreneur or manager in a firm which has a mixed financial structure (containing both debt and outside equity claims) will choose a set of activities for the firm such that the total value of the firm is less than it would be if he were the sole owner and why this result is independent of whether the firm operates in monopolistic or competitive product or factor markets;
2. why his failure to maximize the value of the firm is perfectly consistent with efficiency;
3. why the sale of common stock is a viable source of capital even though managers do not literally maximize the value of the firm;
4. why debt was relied upon as a source of capital before debt financing offered any tax advantage relative to equity;
5. why preferred stock would be issued;
6. why accounting reports would be provided voluntarily to creditors and stockholders, and why independent auditors would be engaged by management to testify to the accuracy and correctness of such reports;
7. why lenders often place restrictions on the activities of firms to whom they lend, and why firms would themselves be led to suggest the imposition of such restrictions;
8. why some industries are characterized by owner-operated firms whose sole outside source of capital is borrowing;
9. why highly regulated industries such as public utilities or banks will have higher debt equity ratios for equivalent levels of risk than the average non regulated firm;
10. why security analysis can be socially productive even if it does not increase portfolio returns to investors

### Theory of the Firm: An Empty Box?

While the literature of economics is replete with references to the “theory of the firm,” the material generally subsumed under that heading is not actually a theory of the firm but rather a theory of markets in which firms are important actors. The firm is a “black box” operated so as to meet the relevant marginal conditions with respect to inputs and outputs, thereby maximizing profits, or more accurately, present value. Except for a few recent and tentative steps, however, we have no theory which explains how the conflicting objectives of the individual participants are brought into equilibrium so as to yield this result. The limitations of this black box view of the firm have been cited by Adam Smith and Alfred Marshall, among others. More recently, popular and professional debates over the “social responsibility” of corporations, the separation of ownership and control, and the rash of reviews of the literature on the “theory of the firm” have evidenced continuing concern with these issues.

A number of major attempts have been made during recent years to construct a theory of the firm by substituting other models for profit or value maximization, with each attempt motivated by a conviction that the latter is inadequate to explain managerial behavior in large corporations. Some of these reformulation attempts have rejected the fundamental principle of maximizing behavior as well as rejecting the more specific profit-maximizing model. We retain the notion of maximizing behavior on the part of all individuals in the analysis that follows.

### **Property Rights**

An independent stream of research with important implications for the theory of the firm has been stimulated by the pioneering work of Coase, and extended by Alchian, Demsetz, and others. A comprehensive survey of this literature is given by Furubotn and Pejovich (1972). While the focus of this research has been “property rights”, the subject matter encompassed is far broader than that term suggests. What is important for the problems addressed here is that specification of individual rights determines how costs and rewards will be allocated among the participants in any organization. Since the specification of rights is generally affected through contracting (implicit as well as explicit), individual behavior in organizations, including the behavior of managers, will depend upon the nature of these contracts. We focus in this paper on the behavioral implications of the property rights specified in the contracts between the owners and managers of the firm.

### **Agency Cost**

Many problems associated with the inadequacy of the current theory of the firm can also be viewed as special cases of the theory of agency relationships in which there is a growing literature. This literature has developed independently of the property rights literature even though the problems with which it is concerned are similar; the approaches are in fact highly complementary to each other.

We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent. If both parties to the relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal. The principal can limit divergences from his interest by establishing appropriate incentives for the agent and by incurring monitoring costs designed to limit the aberrant activities of the agent. In addition in some situations it will pay the agent to expend resources (bonding costs) to guarantee that he will not take certain actions which would harm the principal or to ensure that the principal will be compensated if he does take such actions. However, it is generally impossible for the principal or the agent at zero cost to ensure that the agent will make optimal decisions from the principal’s viewpoint. In most agency relationships the principal and the agent will incur positive monitoring and bonding costs (non-pecuniary as well as pecuniary), and in addition there will be some divergence between the agent’s decisions and those decisions which would maximize the welfare of the principal. The dollar equivalent of the reduction in welfare experienced by the principal as a result of this divergence is also a cost of the agency relationship, and we refer to this latter cost as the “residual loss.” We define agency *costs* as the sum of:

1. the monitoring expenditures by the principal,
2. the bonding expenditures by the agent,
3. the residual loss.

Note also that agency costs arise in any situation involving cooperative effort (such as the coauthoring of this paper) by two or more people even though there is no clear-cut principal-agent relationship. Viewed in this light it is clear that our definition of agency costs and their importance to the theory of the firm bears a close relationship to the problem of shirking and monitoring of team production which Alchian and Demsetz (1972) raise in their paper on the theory of the firm.

Since the relationship between the stockholders and the managers of a corporation fits the definition of a pure agency relationship, it should come as no surprise to discover that the issues associated with the “separation of ownership and control” in the modern diffuse ownership corporation are intimately associated with the general problem of agency. We show below that an explanation of why and how the agency costs generated by the corporate form are born leads to a theory of the ownership (or capital) structure of the firm.

Before moving on, however, it is worthwhile to point out the generality of the agency problem. The problem of inducing an “agent” to behave as if he were maximizing the “principal’s” welfare is quite general. It exists in all organizations and in all cooperative efforts— at every level of management in firms, in universities, in mutual companies, in cooperatives, in governmental authorities and bureaus, in unions, and in relationships normally classified as agency relationships such as those common in the performing arts and the market for real estate. The development of theories to explain the form which agency costs take in each of these situations (where the contractual relations differ significantly), and how and why they are born will lead to a rich theory of organizations which is now lacking in economics and the social sciences generally. We confine our attention in this paper to only a small part of this general problem—the analysis of agency costs generated by the contractual arrangements between the owners and top management of the corporation.

Our approach to the agency problem here differs fundamentally from most of the existing literature. That literature focuses almost exclusively on the normative aspects of the agency relationship; that is, how to structure the contractual relation (including compensation incentives) between the principal and agent to provide appropriate incentives for the agent to make choices which will maximize the principal’s welfare, given that uncertainty and imperfect monitoring exist. We focus almost entirely on the positive aspects of the theory. That is, we assume individuals solve these normative problems, and given that only stocks and bonds can be issued as claims, we investigate the incentives faced by each of the parties and the elements entering into the determination of the equilibrium contractual form characterizing the relationship between the manager (i.e., agent) of the firm and the outside equity and debt holders (i.e., principals).

### **General Comments on the Definition of the Firm**

Ronald Coase in his seminal paper entitled “The Nature of the Firm” (1937) pointed out that economics had no positive theory to determine the bounds of the firm. He characterized the bounds of the firm as that range of exchanges over which the market system was suppressed and where resource allocation was accomplished instead by authority and direction. He focused on the cost of using markets to effect contracts and exchanges and argued that activities would be included within the firm whenever the costs of using markets were greater than the costs of using direct authority. Alchian and Demsetz (1972) object to the notion that activities within the firm are governed by authority, and correctly emphasize the role of contracts as a vehicle for voluntary exchange. They emphasize the role of monitoring in situations in which there is joint input or team production. We are sympathetic to the importance they attach to monitoring, but we believe the emphasis that Alchian and Demsetz place on joint input production is too narrow and therefore misleading. Contractual relations are the essence of the firm, not only with employees but with suppliers, customers, creditors, and so on. The problem of agency costs and monitoring exists for all of these contracts, independent of whether there is joint production in their sense; i.e., joint production can explain only a small fraction of the behavior of individuals associated with a firm.

It is important to recognize that most organizations are simply legal fictions which serve as a nexus for a set of contracting relationships among individuals. This includes firms, non-profit institutions such as universities, hospitals, and foundations, mutual organizations such as mutual savings banks and insurance companies and cooperatives, some private clubs, and even governmental bodies such as cities, states, and the federal government, government enterprises such as TVA, the Post Office, transit systems, and so forth.

The private corporation or firm is simply one form of legal fiction which serves as a nexus for contracting relationships and which is also characterized by the existence of divisible residual claims on the assets and cash flows of the organization which can generally be sold without permission of the other contracting individuals. Although this definition of the firm has little substantive content, emphasizing the essential contractual nature of firms and other organizations focuses attention on a crucial set of questions—why particular sets of contractual relations arise for various types of organizations, what the consequences of these contractual relations are, and how they are affected by changes exogenous to the organization. Viewed this way, it makes little or no sense to try to distinguish those things that are “inside” the firm (or any other organization) from those things that are “outside” of it. There is in a very real sense only a multitude of complex relationships (i.e., contracts) between the legal fiction (the firm) and the owners of labor, material and capital inputs and the consumers of output.

Viewing the firm as the nexus of a set of contracting relationships among individuals also serves to make it clear that the personalization of the firm implied by asking questions such as “what should be the objective function of the firm?” or “does the firm have a social responsibility?” is seriously misleading. The firm is not an individual. It is a legal fiction which serves as a focus for a complex process in which the conflicting objectives of individuals (some of whom may “represent” other organizations) are brought into equilibrium within a framework of contractual relations. In this sense the “behavior” of the firm is like the behavior of a market, that is, the outcome of a complex equilibrium process. We seldom fall into the trap of characterizing the wheat or stock market as an individual, but we often make this error by thinking about organizations as if they were persons with motivations and intentions.

### **Overview of the Paper**

We develop our theory in stages. Sections 2 and 4 provide analyses of the agency costs of equity and debt respectively. These form the major foundation of the theory. In Section 3, we pose some questions regarding the existence of the corporate form of organization and examine the role of limited liability. Section 5 provides a synthesis of the basic concepts derived in sections 2-4 into a theory of the corporate ownership structure which takes account of the trade-offs available to the entrepreneur-manager between inside and outside equity and debt. Some qualifications and extensions of the analysis are discussed in section 6, and section 7 contains a brief summary and conclusions.

### **CONCLUSION**

The publicly held business corporation is an awesome social invention. Millions of individuals voluntarily entrust billions of dollars, francs, pesos, etc. of personal wealth to the care of managers on the basis of a complex set of contracting relationships which delineate the rights of the parties involved. The growth in the use of the corporate form as well as the growth in market value of established corporations suggests that at least, up to the present, creditors and investors have by and large not been disappointed with the results, despite the agency costs inherent in the corporate form.

Agency costs are as real as any other costs. The level of agency costs depends, among other things, on statutory and common law and human ingenuity in devising contracts. Both the law and the sophistication of contracts relevant to the modern corporation are the products of a historical process in which there were strong incentives for individuals to minimize agency costs. Moreover, there were alternative organizational forms available, and opportunities to invent new ones. Whatever its shortcomings, the corporation has thus far survived the market test against potential alternatives.

### **APPENDIX**

#### **FIGURE 1**

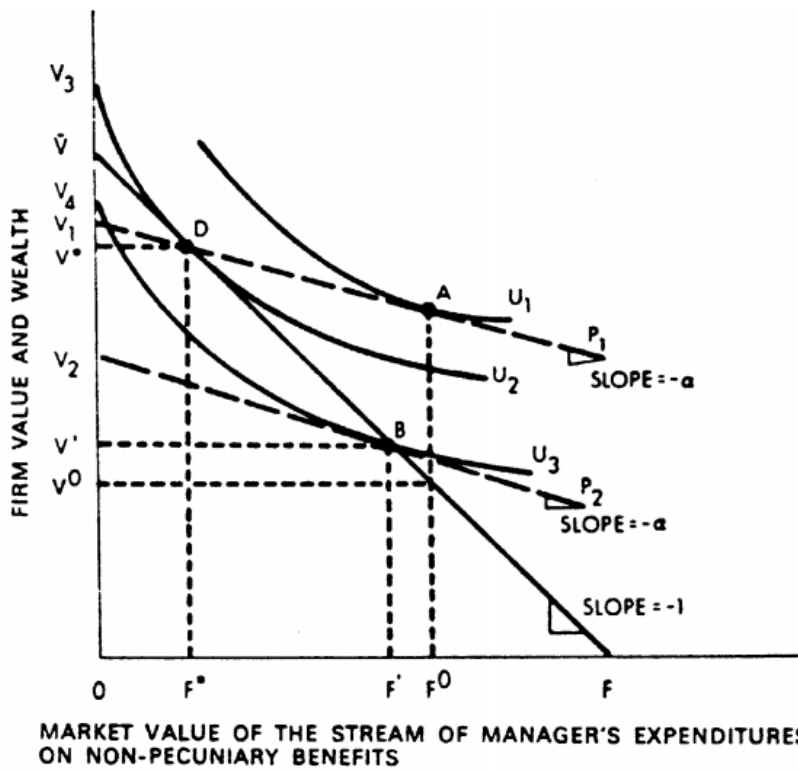


FIGURE 2

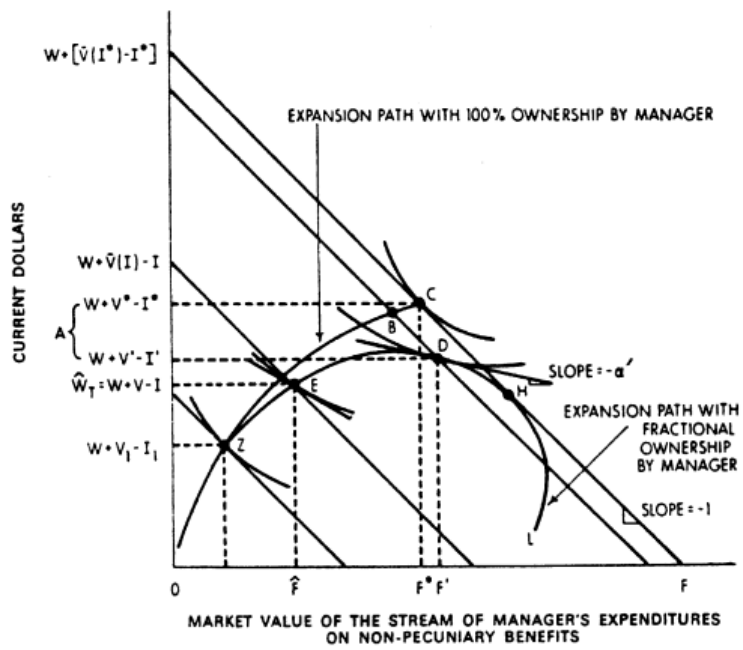


FIGURE 3

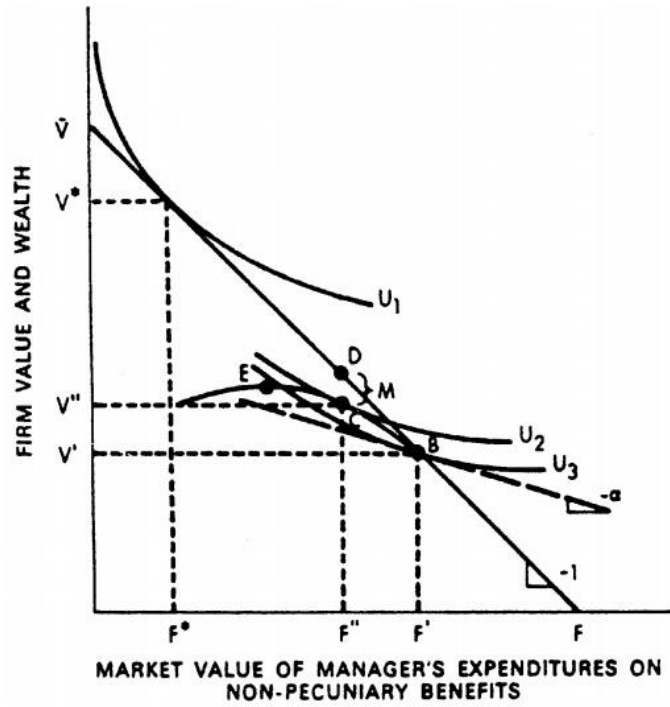


FIGURE 4

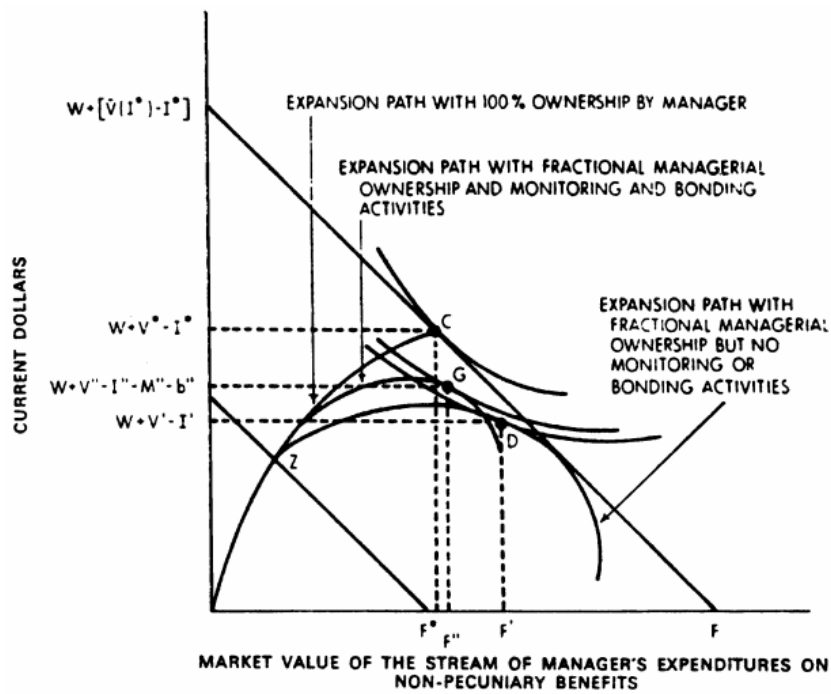


FIGURE 5

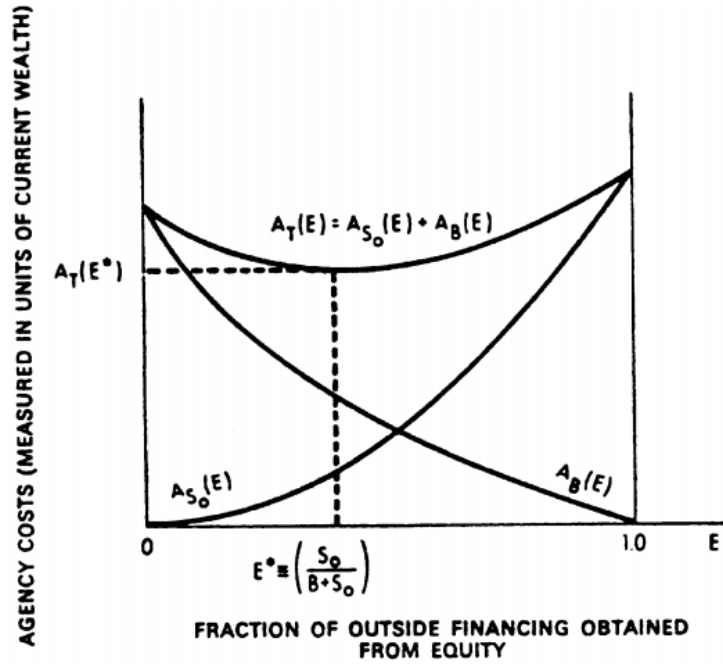


FIGURE 6

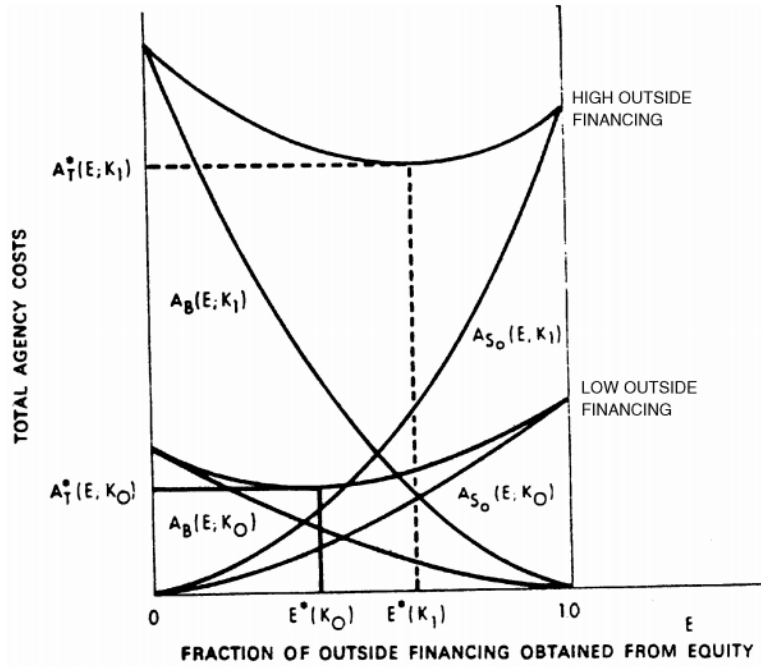


FIGURE 7



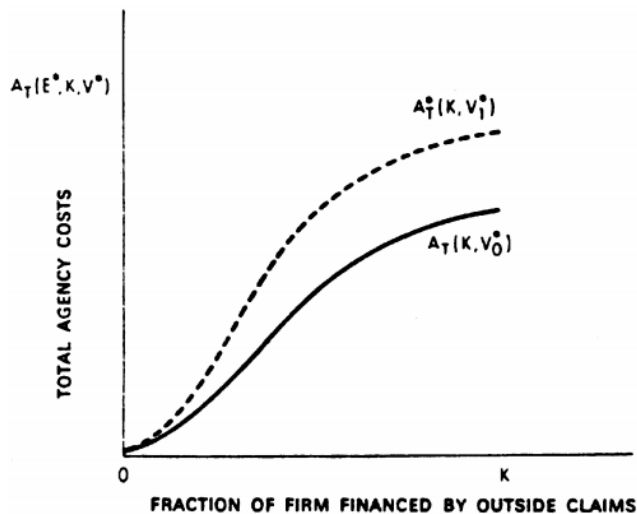
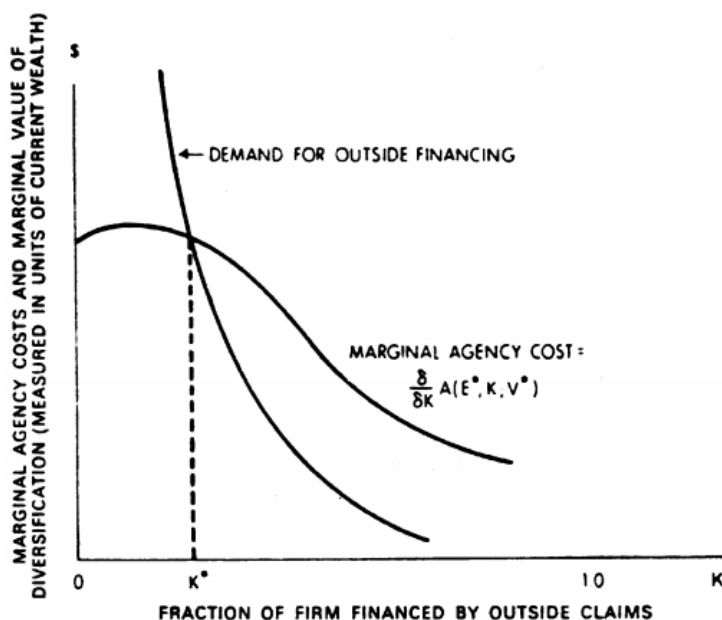


FIGURE 8



## REFERENCES

- Alchian, Armen A. (1965). "The Basis of Some Recent Advances in the Theory of Management of the Firm." *Journal of Industrial Economics* (November): 30-44.
- Alchian, Armen A. (1968). *Corporate Management and Property Rights. Economic Policy and the Regulation of Securities*, Washington, D.C., American Enterprise Institute.
- Alchian, Armen A. (1974). *Some Implications of Recognition of Property Right Transaction Costs*. First Interlaken Conference on Analysis and Ideology.
- Alchian, Armen A. and W.R. Allen (1969). *Exchange and Production: Theory in Use*. Belmont, CA, Wadsworth.
- Alchian, Armen A. and Harold Demsetz (1972). "Production, Information Costs, and Economic Organization." *American Economic Review* LXII, no. 5 (December): 777-795.

- Alchian, Armen. A. and R.A. Kessel (1962). "Competition, Monopoly, and the Pursuit of Pecuniary Gain". *Aspects of Labor Economics*. Princeton, NJ, National Bureau of Economic Research.
- Arrow, Kenneth J. (1964a). "Control in Large Organizations." *Management Science* 10 (April): 397-408.
- Arrow, Kenneth J. (1964b). "The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk Bearing." *Review of Economic Studies* 31, no. 86 (January): 91-96.
- Atkinson, T.R. (1967). "Trends in Corporate Bond Quality". *Studies in Corporate Bond Finance* 4. New York:, National Bureau of Economic Research.
- Baumol, W.J. (1959). *Business Behavior, Value and Growth*. New York, Macmillan.
- Becker, Gary S. (1957). *The Economics of Discrimination*. Chicago, IL, University of Chicago Press.
- Becker, Gary S. and George J. Stigler (1972). *Law Enforcement, Corruption, and Compensation of Enforcers*. Conference on Capitalism and Freedom.
- Benston, George J. (1977). "The Impact of Maturity Regulation on High Interest Rate Lenders and Borrowers." *Journal of Financial Economics* 4 no. 1 .
- Berhold, M. (1971). "A Theory of Linear Profit Sharing Incentives." *Quarterly Journal of Economics* LXXXV (August): 460-482.
- Berle, Adolf A. and Gardiner C. Means (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York, Macmillan Publishing Co.
- Black, F., H. Merton, M.H. Miller, et al. (1978). "An Approach to the Regulation of Bank Holding Companies." *Journal of Business* 51 (3): 379-412.
- Black, F. and M. Scholes (1973). "The Pricing of Options and Corporate Liabilities." *Journal of Political Economy* 81, no. 3 : 637-654.
- Branch, B. (1973). "Corporate Objectives and Market Performance." *Financial Management* (Summer): 24-29.
- Coase, Ronald H. (1937). "The Nature of the Firm". *Readings in Price Theory*. Homewood, IL, Irwin. New Series, V: 331-351.
- Coase, Ronald H. (1959). "The Federal Communications Commission." *Journal of Law and Economics* II (October): 1-40.
- Coase, Ronald H. (1960). "The Problem of Social Cost." *Journal of Law and Economics* III (October): 1-44.
- Coase, Ronald H. (1964). "Discussion." *American Economic Review* LIV, no. 3 : 194-197.
- Cyert, R.M. and C.L. Hedrick (1972). "Theory of the Firm: Past, Present and Future: An Interpretation." *Journal of Economic Literature* X (June): 398-412.
- Cyert, R.M. and J.G. March (1963). *A Behavioral Theory of The Firm*. Englewood Cliffs, NJ, Prentice Hall.
- DeAlessi, L. (1973). "Private Property and Dispersion of Ownership in Large Corporations." *Journal of Finance* (September): 839-851.
- Debreu, Gerard (1959). *Theory of Value*. New York, John Wiley & Sons.
- Demsetz, Harold (1967). "Toward a Theory of Property Rights." *American Economic Review* LVII (May): 347-359.
- Demsetz, Harold (1969). "Information and Efficiency: Another Viewpoint." *Journal of Law and Economics* XII (April): 1-22.
- Diamond, P.A. (1967). "The Role of Stock Market in a General Equilibrium Model with Technological Uncertainty." *American Economic Review* LVII (September): 759-776.
- Evans, J.L. and S.H. Archer (1968). "Diversification and the Reduction of Dispersion: An Empirical Analysis." *Journal of Finance* (December).
- Fama, Eugene F. (1970a). "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work." *Journal of Finance* XXV, no. 2 .
- Fama, Eugene F. (1970b). "Multiperiod Consumption-investment Decisions." *American Economic Review* LX (March).
- Fama, Eugene F. (1972). "Ordinal and Measurable Utility". *Studies in the Theory of Capital Markets*. M. C. Jensen. New York, Praeger.

- Fama, Eugene F. and M. Miller (1972). *The Theory of Finance*. New York, Hold, Rhinehart, and Winston.
- Friedman, Milton (1970). *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*. New York Times Magazine: 32 FF.
- Furubotn, E.G. and S. Pejovich (1972). "Property Rights and Economic Theory: A Survey of Recent Literature." *Journal of Economic Literature* X (December): 1137-1162.
- Galai, D. and R.W. Masulis (1976). "The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock." *Journal of Financial Economics* 3 no. 1/2 : 53-82.
- Hakansson, N.H. (1974a). *Ordering Markets and the Capital Structures of Firms with Illustrations*. Institute of Business and Economic Working Paper no. 24. Berkley, CA, University of California.
- Hakansson, N.H. (1974b). *The Superfund: Efficient Paths Toward a Complete Financial Market*, Unpublished.
- Heckerman, D.G. (1975). "Motivating Managers to Make Investment Decision." *Journal of Financial Economics* 2 no. 3 : 273-292.
- Hirschleifer, Jack (1958). "On the Theory of Optimal Investment Decisions." *Journal of Political Economy* (August): 329-352.
- Hirschleifer, Jack (1970). *Investment, Interest, and Capital*. Englewood Cliffs, NJ, PrenticeHall.
- Jensen, Michael C. (1969). "Risk, the Pricing of Capital Assets, and the Evaluation of Investment Portfolios." *Journal of Business* 42, no. 2 : 167-247.
- Jensen, Michael C. (1979). "Tests of Capital Market Theory and Implications of the Evidence." *Handbook of Financial Economics* .
- Jensen, Michael C. and J.B. Long (1972). "Corporate Investment under Uncertainty and Pareto Optimality in the Capital Markets." *Bell Journal of Economics* (Spring): 151-174.
- Jensen, Michael C. and William H. Meckling (1978). "Can the Corporation Survive?" *Financial Analysts Journal* (January-February).
- Klein, W.A. (1976). *Legal and Economic Perspectives on the Firm*. Unpublished manuscript. Los Angeles, CA, University of California.
- Kraus, A. and R. Litzenberger (1973). "A State Preference Model of Optimal Financial Leverage." *Journal of Finance* (September).
- Larner, R.J. (1970). *Management Control and the Large Corporation*. New York, Dunellen. Lintner, J. (1965). "Security Prices, Risk, and Maximal Gains from Diversification." *Journal of Finance* XX (December): 587-616.
- Lloyd-Davies, Peter R. (1975). "Optimal Financial Policy in Imperfect Markets." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 10 (3): 457ff.
- Long, J.B. (1972). "Wealth, Welfare, and the Price of Risk." *Journal of Finance* (May): 419- 433.
- Long, J.B. (1974). "Discussion." *Journal of Finance* XXXIX, no. 12 : 485-188.
- Machlup, F. (1967). "Theories of the Firm: Marginalist, Behavioral, Managerial." *American Economic Review* (March): 1-33.
- Manne, H.G. (1962). "The 'Higher Criticism' of the Modern Corporation." *Columbia Law Review* 62 (March): 259-284.
- Manne, H.G. (1965). "Mergers and the Market for Corporate Control." *Journal of Political Economy* (April): 110-120.
- Manne, H.G. (1967). "Our Two Corporate Systems: Law and Economics." *Virginia Law Review* 53 (March): 259-284.
- Manne, H.G. (1972). "The Social Responsibility of Regulated Utilities." *Wisconsin Law Review* V, no. 4 : 995-1009.
- Marris, R. (1964). *The Economic Theory of Managerial Capitalism*. Glencoe, IL, Free Press of Glencoe.
- Mason, E.S. (1959). *The Corporation in Modern Society*. Cambridge, MA, Harvard University Press.
- McManus, J.C. (1975). "The Costs of Alternative Economic Organizations." *Canadian Journal of Economics* VII (August): 334-350.

- Meckling, William H. (1976). "Values and the Choice of the Model of the Individual in the Social Sciences." *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft* (December).
- Merton, R.C. (1973). "The Theory of Rational Option Pricing." *Bell Journal of Economics and Management Science* 4, no. 1 : 141-183.
- Merton, R.C. (1974). "On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates." *Journal of Finance* XXIX, no. 2 : 449-470.
- Merton, R.C. and M.G. Subrahmanyam (1974). "The Optimality of a Competitive Stock Market." *Bell Journal of Economics and Management Science* (Spring): 145-170.
- Miller, M.H. and F. Modigliani (1966). "Some Estimates of the Cost of Capital to the Electric Utility Industry, 1954-57." *American Economic Review* 48 (June): 333-391.
- Modigliani, F. and M.H. Miller (1958). "The Costs of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment." *American Economic Review* 48 (June): 261-297.
- Modigliani, F. and M.H. Miller (1963). "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction." *American Economic Review* 53 (June): 433-443.
- Monson, R.J. and A. Downs (1965). "A Theory of Large Managerial Firms." *Journal of Political Economy* (June): 221-236.
- Myers, Stewart C. (1975). *A Note on the Determinants of Corporate Debt Capacity*. Unpublished manuscript. London, London Graduate School of Business.
- Penrose, E. (1958). *The Theory of the Growth of the Firm*. New York, Wiley.
- Preston, L.E. (1975). "Corporation and Society: The Search for a Paradigm." *Journal of Economic Literature* XIII (June): 434-453.
- Ross, Steven A. (1973). "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problems." *American Economic Review* LXII (May): 134-139.
- Ross, S.A. (1974a). "The Economic Theory of Agency and the Principle of Similarity". *Essays on Economic Behavior under Uncertainty*. M. D. B. e. al. Amsterdam, North-Holland. Ross, S.A. (1974b). *Options and Efficiency*. Rodney L. White Center for Financial Research Working Paper no. 3074. Philadelphia, PA, University of Pennsylvania.
- Rubenstein, M. (1974). *A Discrete-Time Synthesis of Financial Theory, Parts I and II*. Institute of Business and Economic Research. Berkeley, CA, University of California.
- Scitovsky, T. (1943). "A Note of Profit Maximisation and its Implications." *Review of Economic Studies* XI : 57-60.
- Sharpe, W.F. (1964). "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk." *Journal of Finance* XIX (September): 425-442.
- Shubik, M (1970). "A Curmudgeon's Guide to Microeconomics." *Journal of Economic Literature* VIII (June): 405-434.
- Silver, M. and R. Auster (1969). "Entrepreneurship, Profit, and Limits on Firm Size." *Journal of Business* 42 (July): 277-281.
- Simon, Herbert A. (1955). "A Behavioral Model of Rational Choice." *Quarterly Journal of Economics* 69 : 99-118.
- Simon, Herbert A. (1959). "Theories of Decision Making in Economics and Behavioral Science." *American Economic Review* (June): 253-283.
- Smith, Adam (1776). *The Wealth of Nations*. Edited by Edwin Cannan, 1904. Reprint edition 1937. New York, Modern Library.
- Smith, Clifford W., Jr. (1976). "Option Pricing: A Review." *Journal of Financial Economics* 2 no. 1/2 : 3-52.
- Warner, Jerold B. (1977). "Bankruptcy, Absolute Priority, and the Pricing of Risky Debt Claims." *Journal of Financial Economics* 4 : 239-76.
- Williamson, Oliver E. (1964). *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*. Englewood Cliffs, NJ, Prentice-Hall.
- Williamson, Oliver E. (1970). *Corporate Control and Business Behavior*. Englewood Cliffs, NJ, Prentice-Hall.

- Williamson, Oliver E. (1975). *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. New York, Free Press.
- Wilson, R. (1968). "On the Theory of Syndicates." *Econometrica* 36 (January): 119-132.
- Wilson, R. (1969). "La Decision: Agregation et Dynamique des Orders de Preference". Editions du Centre National de la Recherche Scientifique. Paris, Centre National de la Recherche Scientifique: 288-307.
- Wytmar (1974). . Wall Street Journal.

## **TRANSLATED VERSION: SPANISH**

Below is a rough translation of the insights presented above. This was done to give a general understanding of the ideas presented in the paper. Please excuse any grammatical mistakes and do not hold the original authors responsible for these mistakes.

## **VERSION TRADUCIDA: ESPAÑOL**

A continuación se muestra una traducción aproximada de las ideas presentadas anteriormente. Esto se hizo para dar una comprensión general de las ideas presentadas en el documento. Por favor, disculpe cualquier error gramatical y no responsabilite a los autores originales de estos errores.

## **INTRODUCCIÓN**

### **La Motivación del Papel**

En este trabajo nos basamos en los últimos el progreso en la teoría de los derechos de propiedad, de la agencia, y de finanzas para desarrollar una teoría de la propiedad structurel para la empresa. Además de la uniendo elementos de la teoría de cada una de estas tres áreas, nuestro análisis arroja nueva luz sobre y tiene implicaciones para una variedad de los problemas en el ámbito profesional y de la literatura popular, incluyendo la definición de la empresa, la "separación de la propiedad y de control", la "responsabilidad social" de los negocios, la definición de "organización de la función objetivo," la la determinación de una estructura de capital óptima, la especificación de el contenido de los contratos de crédito, la teoría de las organizaciones, y el lado de la oferta de la integridad de los mercados de problemas.

Nuestra teoría ayuda a explicar:

1. ¿por qué un empresario o gerente en una empresa que tiene una mezcla de estructura financiera (que contiene tanto de la deuda y de capital externo de reclamaciones), se seleccionan un conjunto de actividades para la empresa tales que el valor total de la empresa es menos de lo que lo haría si él fuera el único dueño y por qué este resultado es independiente de si la empresa opera en monopolio o producto de la competencia o los mercados de factores;
2. el por qué de su fracaso para maximizar la valor de la empresa es perfectamente coherente con la eficiencia;
3. ¿por qué la venta de acciones comunes es una fuente viable de la capital, incluso a pesar de que los gerentes no literalmente maximizar el valor de la empresa;
4. ¿por qué la deuda fue considerado como una fuente de capital antes de la financiación de la deuda ofrece ninguna ventaja fiscal en relación a la equidad;
5. ¿por qué las acciones preferidas sería expedido;
6. por qué los informes contables sería proporcionan de manera voluntaria a los acreedores y a los accionistas, y por qué de los auditores independientes que se dedican por la administración para dar testimonio de la exactitud y la corrección de dichos informes;
7. ¿por qué los prestamistas a menudo lugar las restricciones sobre las actividades de las empresas a las cuales se prestan, y por qué las empresas tendrían que ser llevado a sugerir la imposición de tales restricciones;

8. ¿por qué algunas industrias se caracterizan por el propietario operado empresas cuya única fuente externa de el capital prestado;
9. ¿por qué las industrias altamente reguladas tales como los servicios públicos o de los bancos tienen un mayor endeudamiento proporciones equivalentes de los niveles de riesgo que el promedio de los no regulados la firma;
10. ¿por qué el análisis de la seguridad puede ser socialmente productivos, aún si no aumentar la rentabilidad de la cartera para los inversores

### **La teoría de la Firma: Un Vacío El cuadro?**

Mientras que la literatura de la economía está repleta de referencias a la "teoría de la firma," el material generalmente subsumido bajo ese título no es en realidad un la teoría de la empresa, sino más bien una teoría de los mercados en los que las empresas son actores importantes. La empresa es una "caja negra" opera de tal forma que como para satisfacer las pertinentes condiciones marginales con respecto a los insumos y salidas, con lo que la maximización de las ganancias, o más exactamente, presente valor. Excepto por un par de recientes y vacilaciones, sin embargo, tenemos no hay teoría que explica cómo el conflicto de los objetivos de la los participantes individuales se ponen en equilibrio, así como para producir de este resultado. Las limitaciones de esta caja negra de vista de la empresa han se ha citado por Adam Smith y Alfred Marshall, entre otros. Más recientemente, popular y profesional de los debates sobre el "social la responsabilidad" de las corporaciones, la separación de la propiedad y control, y la erupción de las revisiones de la literatura sobre la "teoría de la de la firma" han evidenciado la constante preocupación con estos problemas.

Un número mayor de intentos durante los últimos años para la construcción de una teoría de la empresa por la sustitución de otros modelos para el beneficio o valor de maximización, con cada intento motivado por la convicción de que éste es insuficiente para explicar el comportamiento directivo en las grandes corporaciones. Algunos de estos la reformulación de los intentos han rechazado el principio fundamental de la la maximización de la conducta, así como rechazar la más específicos maximización de ganancias del modelo. Nos reservamos el concepto de maximización de la de parte de todos los individuos en el análisis que sigue.

### **Los Derechos De Propiedad**

Una independiente de la corriente de investigación con importantes implicaciones para la teoría de la empresa ha sido estimulado por el trabajo pionero de Coase, y extendida por Alchian, Demsetz, y otros. Un estudio exhaustivo de esta literatura es dada por Furubotn y Pejovich (1972). Mientras que el enfoque de este la investigación ha sido "derechos de propiedad", el tema abarcó es mucho más amplio que el término sugiere. Lo que es importante para los problemas tratados aquí es que las especificaciones individuales derechos determina los costos y los premios serán asignados entre las los participantes en cualquier tipo de organización. Desde la especificación de los derechos es generalmente afectada a través de la contratación (implícito así como explícito), el comportamiento de los individuos en las organizaciones, incluyendo la el comportamiento de los gerentes, dependerá de la naturaleza de estos contratos. Nos centramos en este trabajo en las consecuencias del comportamiento de la propiedad los derechos especificados en los contratos entre los propietarios y gerentes de la empresa.

### **Agencia De Costo**

Muchos de los problemas relacionados con la la insuficiencia de la teoría actual de la empresa también puede ser visto como casos especiales de la teoría de las relaciones de agencia en la que hay una creciente literatura. Esta literatura se ha desarrollado independientemente de los derechos de propiedad literatura aunque los problemas con los que se es cuestión son similares; los enfoques son, de hecho, muy complementarias entre sí.

Definimos una relación de agencia como un contrato en virtud del cual una o más personas (el director(s)) contratar a otra persona (el agente) para realizar algún servicio en su nombre, la cual consiste en delegar autoridad para tomar decisiones a la agente. Si ambas partes de la relación son de utilidad maximizers, hay buena razón para creer que el agente no actuar siempre en el mejor interés del principal. El director de la escuela puede límite de divergencias a partir de su interés por establecer un uso adecuado de incentivos para el agente y por incurrir en los costos de monitoreo diseñado para limitar el aberrante de

las actividades del agente. Además, en algunas situaciones que pagará al agente de gastar los recursos (de la vinculación de costos). para garantizar que no va a tomar ciertas acciones que le haría un daño el director o para asegurarse de que el director será compensado si él no tomar este tipo de acciones. Sin embargo, es generalmente imposible para el director o el agente a coste cero para asegurarse de que el agente tomar decisiones óptimas desde el punto de vista del director. En la mayoría de las relaciones de agencia, el principal y el agente incurrirá en positivo el monitoreo y la vinculación de los costes (no pecuniarias, así como pecuniaria), y además, habrá algunos divergencia entre el agente del decisiones y esas decisiones que maximizaría el bienestar de la director. El equivalente en dólares de la reducción en el bienestar de los experimentado por el director como resultado de esta divergencia es también un el costo de la relación de agencia, y nos referimos a este último costo como la "pérdida residual." Definimos la agencia los costos de como la suma de:

1. el seguimiento de los gastos por el director,
2. la vinculación de los gastos por el agente,
3. la pérdida residual.

Tenga en cuenta también que la agencia de costos surgir en cualquier situación que implique esfuerzo de cooperación (como el co-autoría de este documento) por dos o más personas, aunque hay una clara relación de principal-agente. Visto bajo esta luz es claro que nuestra definición de costes de agencia y de su importancia para la la teoría de la empresa tiene una estrecha relación con el problema de improductividad y la supervisión de la producción en equipo que Alchian y Demsetz (1972) plantean en su artículo sobre la teoría de la firma.

Dado que la relación entre los accionistas y los gerentes de una empresa que se ajusta a la definición de una pura relación de agencia, debe venir como ninguna sorpresa al descubrir que los problemas asociados con la "separación de de la propiedad y el control" en la moderna propiedad difusa la corporación están íntimamente asociados con el problema general de la de la agencia. Mostramos a continuación que una explicación de por qué y cómo el organismo los costos generados por la forma corporativa nacen conduce a una teoría de la la propiedad (o de capital), la estructura de la empresa.

Antes de seguir, sin embargo, es vale la pena señalar que la generalidad de la agencia problema. El problema de la inducción de un "agente" para comportarse como si fuera maximizar el "director" de bienestar es bastante general. Existe en todas las organizaciones y en todos cooperativa los esfuerzos en todos los niveles de gestión en las empresas, en las universidades, en las mutuas, en las cooperativas, en gubernamentales autoridades y oficinas, en los sindicatos y en las relaciones normalmente clasificado como agencia de relaciones, tales como aquellos que son comunes en la artes escénicas y el mercado de bienes raíces. El desarrollo de teorías para explicar la forma en la cual la agencia de los costos de tomar en cada uno de estos situaciones (donde las relaciones contractuales difieren significativamente), y cómo y por qué nacen conducirá a una rica teoría de la las organizaciones que falta ahora en la economía y lo social las ciencias en general. Limitamos nuestra atención en este papel a sólo una pequeña parte de este problema general—el análisis de costes de agencia generados por los acuerdos contractuales entre los propietarios y la parte superior la gestión de la corporación.

Nuestro enfoque para el organismo el problema aquí difiere fundamentalmente de la mayoría de los existentes la literatura. Que la literatura se centra casi exclusivamente en el aspectos normativos de la relación de agencia; es decir, cómo la estructura de la relación contractual (incluida la compensación incentivos) entre el principal y el agente para proporcionar una adecuada incentivos para el agente para tomar decisiones que redunden en la la directora de bienestar, dado que la incertidumbre y el imperfecto monitoreo de existir. Nos centramos casi exclusivamente en los aspectos positivos de la la teoría. Es decir, asumimos que los individuos a resolver estas normativas problemas, y dado que sólo las acciones y los bonos pueden ser emitidos como reclamaciones, investigar los incentivos que enfrentan cada una de las partes y los elementos que entran en la determinación del equilibrio forma contractual, la caracterización de la relación entre el gerente (es decir, el agente) de la empresa y el exterior de la equidad y de los titulares de deuda (es decir, los directores).

**Comentarios generales sobre el Definición de la Empresa**

Ronald Coase en su trabajo seminal de titulado "la Naturaleza de La Firma" (1937) señaló que la economía no tenía ninguna teoría positiva para determinar los límites de la empresa. Se caracteriza los límites de la empresa en ese rango de intercambios más que el sistema de mercado fue suprimida y donde los recursos la asignación fue realizada por la autoridad y dirección. Él centrado en el costo de utilizar los mercados para efecto de los contratos y intercambios y argumentó que se incluirían las actividades dentro de la firme siempre que los costes de utilización de los mercados fueron mayores que los costos de la utilización directa de la autoridad. Alchian y Demsetz (1972) objeto de la noción de que las actividades dentro de la empresa se rigen por la autoridad, y correctamente enfatizar el papel de los contratos como un vehículo para el voluntario exchange. Ellos enfatizan el papel de la supervisión en situaciones en las que hay de la articulación de entrada o equipo de producción. Comprendemos con la importancia que conceden a la vigilancia, pero creemos que la el énfasis que Alchian y Demsetz lugar en el conjunto de la entrada de la producción es demasiado estrecho y por lo tanto engañoso. Las relaciones contractuales son el la esencia de la empresa, no sólo con los empleados pero con los proveedores, clientes, acreedores, y así sucesivamente. El problema de costes de agencia y monitoreo existe para todos estos contratos, con independencia de si no hay articulación de la producción en su sentido; es decir, la producción conjunta puede explicar sólo una pequeña fracción de la conducta de los individuos asociado con una empresa.

Es importante reconocer que la mayoría de las organizaciones son simplemente ficciones legales que sirven como nexo de unión para un conjunto de contratación de las relaciones entre los individuos. Este incluye a las empresas, instituciones sin fines de lucro, tales como las universidades, los hospitales y fundaciones, mutuas de organizaciones tales como la mutual las cajas de ahorros, compañías de seguros y las cooperativas, algunas privado los clubes, e incluso los organismos gubernamentales, tales como ciudades, estados y el gobierno federal, el gobierno de las empresas, tales como IVA, el Post De oficina, sistemas de transporte, y así sucesivamente.

La empresa privada o empresa es simplemente una forma de ficción legal que sirve como nexo de contratante relaciones y que se caracteriza también por la la existencia de divisible residual reclamaciones sobre el patrimonio y de flujos de efectivo de la organización que por lo general puede ser vendido sin el permiso de el otro contratante individuos. Aunque esta definición de la la firma tiene poco contenido sustantivo, subrayando la importante naturaleza contractual de las empresas y otras organizaciones se centra la atención en un crucial conjunto de preguntas—¿por qué conjuntos particulares de las relaciones contractuales surgir por diferentes tipos de organizaciones, lo que las consecuencias de estas relaciones contractuales son, y cómo se afectados por cambios exógenos a la organización. Visto de esta manera, tiene poco o ningún sentido para tratar de distinguir las cosas que están "dentro" de la empresa (o cualquier otra organización) a partir de esas cosas que están "fuera" de ella. Allí está en una muy sentido real sólo una multitud de relaciones complejas (es decir, los contratos) entre la ficción jurídica (la empresa), y los propietarios de el trabajo, el material y los insumos de capital y de los consumidores de salida.

Visualización de la firma como el nexo de un conjunto de contratación de las relaciones entre los individuos, también sirve para claro que la personalización de la firma implícita por preguntar preguntas tales como "¿cuál debería ser la función objetivo de la firme?" o "¿la compañía tiene una responsabilidad social?" es en serio engañosa. La empresa no es un individuo. Se trata de una ley la ficción que sirve como centro de un complejo proceso en el que el conflicto de los objetivos de los individuos (algunos de los cuales pueden "representar" otras organizaciones) se ponen en equilibrio dentro de un marco de las relaciones contractuales. En este sentido, el "comportamiento" de la empresa es como el comportamiento de un mercado, que es el resultado de un complejo equilibrio del proceso. Rara vez caen en la trampa de caracterizar el trigo o el mercado de valores como un individuo, pero nos a menudo se comete este error al pensar acerca de las organizaciones como si fueran las personas con motivaciones e intenciones.

## **Resumen del Artículo**

Desarrollamos nuestra teoría en etapas. Las secciones 2 y 4 proporcionan los análisis de la agencia de los costos de capital y de la deuda, respectivamente. Estos forman el principal fundamento de la teoría. En La sección 3, se plantean algunas cuestiones en relación a la existencia de la forma corporativa de



organización y examina el papel de la limitada responsabilidad. La sección 5 ofrece una síntesis de los conceptos básicos derivados en las secciones 2-4 en una teoría de la propiedad corporativa la estructura que tiene en cuenta las compensaciones disponibles para la empresario-administrador entre el interior y el exterior de la deuda y de capital. Algunos cualificaciones y extensiones de los análisis se discuten en la sección 6 y la sección 7 contiene un breve resumen y conclusiones.

## **CONCLUSION**

La corporación comercial pública es una invención social impresionante. Millones de personas confían voluntariamente miles de millones de dólares, francos, pesos, etc. de riqueza personal al cuidado de los administradores sobre la base de un complejo conjunto de relaciones de contratación que delimitan los derechos de las partes involucradas. El crecimiento en el uso de la forma corporativa, así como el crecimiento en el valor de mercado de las corporaciones establecidas sugiere que al menos, hasta el presente, los acreedores e inversores en general no se han visto decepcionados con los resultados, a pesar de los costos de agencia inherentes a la forma corporativa.

Los costos de la agencia son tan reales como cualquier otro costo. El nivel de los costes de la agencia depende, entre otras cosas, del derecho estatutario y del common law y del ingenio humano en la elaboración de los contratos. Tanto la ley como la sofisticación de los contratos relevantes para la corporación moderna son el producto de un proceso histórico en el que hubo fuertes incentivos para que las personas minimicen los costos de la agencia. Además, había formas organizativas alternativas disponibles y oportunidades para inventar otras nuevas. Cualesquiera que sean sus deficiencias, la corporación ha sobrevivido hasta ahora a la prueba de mercado contra posibles alternativas.

## **TRANSLATED VERSION: FRENCH**

Below is a rough translation of the insights presented above. This was done to give a general understanding of the ideas presented in the paper. Please excuse any grammatical mistakes and do not hold the original authors responsible for these mistakes.

## **VERSION TRADUITE: FRANÇAIS**

Voici une traduction approximative des idées présentées ci-dessus. Cela a été fait pour donner une compréhension générale des idées présentées dans le document. Veuillez excuser toutes les erreurs grammaticales et ne pas tenir les auteurs originaux responsables de ces erreurs.

## **INTRODUCTION**

### **La Motivation du Papier**

Dans ce papier, nous nous appuyons sur les récentes les progrès dans la théorie des droits de propriété, de l'agence et des finances pour développer une théorie de la propriété structurel pour l'entreprise. En plus lier ensemble des éléments de la théorie de chacun de ces trois domaines, notre analyse jette une lumière nouvelle sur et a des implications pour une variété de problèmes dans la professionnelles et de la littérature populaire, y compris la définition de la firme, la "séparation de la propriété et le contrôle", la "responsabilité sociale" des entreprises, la définition d'une "entreprise de la fonction objectif," l' la détermination d'une structure de capital optimale, le cahier des charges de le contenu des conventions de crédit, la théorie des organisations, et du côté de l'offre, de la complétude des marchés des problèmes.

Notre théorie permet d'expliquer:

1. pourquoi un entrepreneur ou un gestionnaire dans une société qui a un mixte de la structure financière (contenant à la fois de la dette et des fonds de l'extérieur réclamations) sera de choisir un ensemble d'activités pour l'entreprise telles que la valeur totale de l'entreprise est inférieur à

- ce qu'il serait si il en était l'unique propriétaire et pourquoi ce résultat est indépendant de l' si l'entreprise opère dans de monopole ou de concurrence produit ou facteur de marchés;
2. pourquoi son échec afin de maximiser la valeur de la firme est parfaitement compatible avec l'efficacité;
  3. pourquoi la vente d'actions ordinaires est une source viable de capital, même si les gestionnaires ne sont pas littéralement maximiser la valeur de l'entreprise;
  4. pourquoi la dette a été invoqué comme un source de capital de la dette financement offert aucun avantage fiscal par rapport à l'équité;
  5. pourquoi les actions de préférence serait émis;
  6. pourquoi les rapports comptables serait fournies volontairement par des créanciers et des actionnaires, et pourquoi auditeurs indépendants, qui serait engagée par la direction, afin de témoigner de la précision et de l'exactitude de ces rapports;
  7. pourquoi souvent, les prêteurs place les restrictions sur les activités des entreprises à qui ils prêtent, et pourquoi les entreprises seraient eux-mêmes conduit à suggérer l'imposition de telles restrictions;
  8. pourquoi certaines industries sont caractérisé par de propriétaire-exploitant d'entreprises dont la seule source extérieure de capital de l'emprunt;
  9. pourquoi les secteurs très réglementés comme les services publics ou les banques devront augmenter la dette de l'équité les ratios pour l'équivalent des niveaux de risque que la moyenne des non-réglementés le cabinet;
  10. pourquoi l'analyse de la sécurité peut être socialement productive, même si elle n'augmente pas le rendement du portefeuille pour les investisseurs

### **La théorie de la Firme: Vide Boîte?**

Si la littérature de l'économie regorge de références à la "théorie de la firme," le matériau généralement regroupés sous cette rubrique n'est pas réellement un la théorie de l'entreprise, mais plutôt une théorie des marchés dans lesquels les entreprises sont des acteurs importants. L'entreprise est une "boîte noire" de fonctionnement pour satisfaire aux conditions marginales à l'égard des intrants et de sorties, et de maximiser les profits, ou, plus précisément, le présent de la valeur. À l'exception de quelques récentes et les mesures provisoires, cependant, nous avons pas de théorie qui explique comment les objectifs contradictoires de la les différents participants sont amenés à être en équilibre de manière à ce que le rendement ce résultat. Les limites de cette boîte noire vision de l'entreprise ont été cité par Adam Smith et Alfred Marshall, entre autres. Plus récemment, populaire et professionnelle des débats sur le "social la responsabilité" des entreprises, la séparation de la propriété et de contrôle, et l'éruption de l'examen de la littérature sur la "théorie de la de l'entreprise" a mis en évidence une préoccupation permanente avec ces les questions de.

Un certain nombre de grandes tentatives ont été fait au cours des dernières années pour construire une théorie de la firme par la substitution d'autres modèles pour le profit ou la maximisation de la valeur, avec chaque tentative motivé par une conviction que le dernier est insuffisant pour expliquer le comportement de gestion dans les grandes entreprises. Certains de ces la reformulation des tentatives ont rejeté le principe fondamental de la la maximisation de comportement ainsi que le rejet le plus spécifique la maximisation des bénéfices modèle. Nous retenons la notion de maximisation de comportement de la part de tous les individus dans l'analyse qui suit.

### **Droits De Propriété**

Un indépendant volet de la recherche avec d'importantes implications pour la théorie de la firme a été stimulé par le travail de pionnier de Coase, et prolongée par Alchian, Demsetz, et d'autres. Une étude complète de cette littérature est donné par Furubotn et Pejovich (1972). Bien que l'objectif de cette la recherche a été "droits de propriété", le sujet englobait est bien plus large que ce terme suggère. Ce qui est important pour les problèmes abordés ici, c'est que la spécification de la personne des droits de l'détermine la façon dont les coûts et les récompenses seront réparties entre les les participants dans toute organisation. Depuis la spécification des droits de l' est généralement affectée par le contractant (implicite ainsi que les explicite), le comportement des individus dans les organisations, y compris les le comportement des gestionnaires, dépendra de la nature de ces contrats. Nous nous concentrons dans cet article sur les

implications comportementales de la propriété des droits spécifiés dans les contrats entre les propriétaires et les gestionnaires de la firme.

### **Agence De Coût**

De nombreux problèmes associés à la l'insuffisance de la théorie actuelle de l'entreprise peut également être considéré comme cas particuliers de la théorie de l'agence de relations dans lesquelles il est une littérature de plus en plus. Cette littérature s'est développé indépendamment de les droits de propriété de la littérature, même si les problèmes auxquels il sont similaires; les approches sont en fait très complémentaires les unes des autres.

Nous définissons une relation d'agence comme un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal(s)) engager une autre personne (l'agent) pour exécuter certains services sur leur nom qui consiste à déléguer la prise de certaines décisions de l'autorité de l'agent. Si les deux parties à la relation de services publics sont maximizers, il y a de bonnes raisons de croire que l'agent ne sera pas toujours agir au mieux des intérêts du mandant. Le directeur peut limiter les divergences de son intérêt par l'établissement d'une mesures incitatives pour l'agent et en engageant des coûts de surveillance conçu pour limiter le aberrante activités de l'agent. En outre, dans certains situations, il paiera à l'agent de consacrer des ressources (collage des coûts) pour garantir qu'il ne sera pas prendre certaines mesures qui nuiraient à le directeur ou pour s'assurer que le donneur d'ordre sera indemnisé si il n'prendre de telles mesures. Cependant, il est généralement impossible pour le directeur ou l'agent à coût nul pour s'assurer que l'agent de prendre des décisions optimales à partir de la principale au point de vue. Dans la plupart des de l'agence de relations le principal et l'agent devra assumer positif de suivi et de liaison des coûts (moral, ainsi que pécuniaire), et en plus, il y aura une certaine divergence entre l'agent les décisions et les décisions qui permettrait de maximiser le bien-être de l' principal. L'équivalent en dollars de la réduction de la protection sociale connu par la principale raison de cette divergence est également un le coût de la relation d'agence, et nous nous référons à ce dernier coût la "perte résiduelle." Nous définissons l'agence les coûts comme la somme de:

1. le suivi des dépenses par le principal,
2. le collage des dépenses par le de l'agent,
3. la perte résiduelle.

Notez également que les coûts d'agence surviennent dans toute situation impliquant un effort de coopération (tels que les co-création de ce papier) par deux ou plusieurs personnes, même si il ya pas de relation mandant-mandataire. Vu sous cet angle, il est clair que notre définition des coûts d'agence et de leur importance pour la la théorie de la firme a une relation proche de la problème de esquiver et de suivi de l'équipe de production qui Alchian et Demsetz (1972) relèvent dans leur livre sur la théorie de la firme.

Puisque la relation entre les actionnaires et les dirigeants d'une société correspond à la définition d'une pure relation d'agence, il devrait venir en tant qu'aucune surprise de découvrir que les problèmes liés à la "séparation de propriété et de contrôle" dans le moderne diffuse la propriété société sont intimement associés avec le problème général de la de l'agence. Nous montrons ci-dessous une explication du pourquoi et du comment de l'agence les coûts générés par la société sont nés conduit à une théorie de l' le propriétaire (ou le capital) de la structure de l'entreprise.

Avant de passer, cependant, il est la peine de souligner le caractère général de l'agence problème. L' problème d'induire un "agent" pour se comporter comme s'il était la maximisation de la "principale" de bien-être est tout à fait général. Il existe dans toutes les organisations et dans tous les les efforts à tous les niveaux de gestion dans les entreprises, dans les universités, dans les sociétés mutuelles, des coopératives, à des fins gouvernementales les autorités et les bureaux, dans les syndicats et dans les relations normalement classé comme l'agence de relations tels que ceux qui sont communs dans la arts de la scène et le marché de l'immobilier. Le développement de théories pour expliquer la forme que les coûts d'agence prendre dans chacun de ces situations (où les relations contractuelles diffèrent de manière significative), et comment et pourquoi ils sont nés conduire à une riche théorie de l' les organisations qui manque actuellement dans l'économie et le social les sciences en général. Nous limiter notre attention dans le présent document, à seulement un petite partie de ce problème général—l'analyse des coûts d'agence générés par les ententes contractuelles entre les propriétaires et les top la direction de la société.

Notre approche de l'agence le problème ici est radicalement différente de la plupart des de la littérature. Que la littérature se concentre presque exclusivement sur la aspects normatifs de la relation d'agence; qui est, comment la structure de la relation contractuelle (y compris la rémunération incitations) entre le principal et l'agent approprié mesures incitatives pour l'agent à faire des choix qui permettront de maximiser l' principal du bien-être, étant donné que l'incertitude et l'imparfait surveillance existent. Nous mettons l'accent presque exclusivement sur les aspects positifs de la théorie de la. Nous supposons donc que les individus résoudre ces normatif des problèmes, et que seules les actions et les obligations peuvent être émises comme revendications, nous étudions les incitations rencontrés par chacune des parties et les éléments entrant dans la détermination de l'équilibre forme contractuelle la caractérisation de la relation entre le gestionnaire (c'est à dire, de l'agent) de l'entreprise et à l'extérieur de l'équité et de détenteurs de la dette (c'est à dire, les directeurs d'école).

### **Commentaires généraux sur l' Définition de la Firme**

Ronald Coase dans son livre séminal intitulé “La Nature de la Firme” (1937) a souligné que l'économie n'avait pas de théorie positive de déterminer les limites de l'entreprise. Il caractérise les limites de l'entreprise comme la gamme des échanges sur laquelle le système de marché a été supprimée et où les ressources l'allocation a été accompli plutôt que par l'autorité et la direction. Il axée sur le coût de l'utilisation des marchés à l'effet des contrats et les échanges et fait valoir que les activités seraient incluses dans le ferme à chaque fois que les coûts d'utilisation des marchés ont été plus élevés que les coûts de l'aide directe à l'autorité. Alchian et Demsetz (1972) de s'opposer à la notion que les activités au sein de l'entreprise sont régies par l'autorité, et correctement l'accent sur le rôle des contrats comme un véhicule pour les volontaires exchange. Ils mettent l'accent sur le rôle de la surveillance dans les situations qui il est commun d'entrée ou de l'équipe de production. Nous sommes favorables à avec l'importance qu'ils attachent à la surveillance, mais nous croyons que les l'accent que Alchian et Demsetz place conjointe de l'entrée de la production est trop étroit et donc trompeuse. Les relations contractuelles sont les l'essence de l'entreprise, non seulement avec les employés, mais avec les fournisseurs, les clients, les créanciers, et ainsi de suite. Le problème des coûts d'agence et un suivi de l'ensemble de ces contrats, indépendamment de savoir si il est co-production dans leur sens; c'est à dire, la production conjointe peut expliquer que seule une petite fraction du comportement des individus associé avec une entreprise.

Il est important de reconnaître que la plupart des organisations sont simplement des fictions juridiques qui servent d'un nexus pour un ensemble de contracter des relations entre les individus. Cette comprend les entreprises, à but non lucratif, des institutions telles que les universités, les hôpitaux et les fondations, les mutuelles telles que la mutuelle les banques d'épargne et les sociétés d'assurances et des coopératives, certaines privé les clubs, et même des organismes gouvernementaux tels que les villes, les états, et la gouvernement fédéral, du gouvernement, des entreprises telles que la TVA, la Poste De bureau, les systèmes de transport, et ainsi de suite.

La morale de droit privé ou de l'entreprise est tout simplement une forme de fiction juridique qui sert de point de ralliement pour contractante relations et qui est également caractérisé par la existence d' divisible résiduelle des créances sur les actifs et les flux de trésorerie de l'organisation, qui peuvent généralement être vendus sans l'autorisation de l'autre partie des individus. Bien que cette définition de la la firme a peu de contenu de fond, mettant l'accent sur l'essentiel nature contractuelle des entreprises et autres organisations concentre l'attention sur un point crucial série de questions—pourquoi ensembles particuliers de les relations contractuelles se posent pour les différents types d'organisations, quelle les conséquences de ces relations contractuelles sont, et comment ils sont touchés par les changements exogènes à l'organisation. Vu de cette façon, il est en effet peu ou pas de sens pour essayer de distinguer les choses qui sont “à l'intérieur” de l'entreprise (ou toute autre organisation) de ces choses qui sont “en dehors” de lui. Il est dans un très réel de sens que d'une multitude de relations complexes (c'est à dire, les contrats) entre la fiction juridique (l'entreprise) et les propriétaires de travail, du matériel et des intrants de capital et les consommateurs de sortie.

L'affichage de la firme, comme le nexus de un ensemble de contracter des relations entre individus, qui sert aussi à il est clair que la personnalisation de la firme implicite en demandant des questions telles que “quel devrait être l'objectif de la fonction de la cabinet?” ou “l'entreprise a une responsabilité sociale?” est

gravement trompeuse. Le cabinet n'est pas un individu. Il est une personne morale une fiction qui sert de cible pour un processus complexe dans lequel l' les objectifs contradictoires de personnes (dont certaines peuvent "représenter" d'autres organisations) sont mis en équilibre à l'intérieur d'un cadre des relations contractuelles. Dans ce sens, le "comportement" de le cabinet est comme le comportement d'un marché, c'est le résultat d'un équilibre complexe processus. Nous avons rarement tomber dans le piège de la caractérisation du blé ou du marché boursier en tant qu'individu, mais nous font souvent cette erreur en pensant à des organisations comme si elles étaient les personnes ayant des motivations et des intentions.

### **Aperçu du Document**

Nous développons notre théorie dans les stades. Les articles 2 et 4 de proposer des analyses de l'agence, les coûts de l'équité et de la dette respectivement. Ces forment le fondement de la théorie. Dans La Section 3, nous poser quelques questions concernant l'existence de la forme sociale de l'organisation et examine le rôle limité de l' de la responsabilité. La Section 5 présente une synthèse des concepts de base dérivés dans des articles 2 à 4 dans une théorie de la propriété d'entreprise la structure qui prend en compte les compromis à la disposition du entrepreneur-manager entre l'intérieur et l'extérieur de l'équité et de la dette. Certains les qualifications et les extensions de l'analyse sont discutés dans l'article 6, et à l'article 7 contient un bref résumé et conclusions.

### **CONCLUSION**

La société commerciale publique est une invention sociale impressionnante. Des Millions de personnes confient volontairement des milliards de dollars, francs, pesos, etc. de la richesse personnelle à la charge des gestionnaires sur la base d'un ensemble complexe de relations contractuelles qui délimitent les droits des parties concernées. La croissance de l'utilisation de la forme de société ainsi que la croissance de la valeur marchande des sociétés établies suggèrent qu'au moins, jusqu'à présent, les créanciers et les investisseurs n'ont généralement pas été déçus des résultats, malgré les coûts d'agence inhérents à la forme de société.

Les coûts d'agence sont aussi réels que tous les autres coûts. Le niveau des coûts d'agence dépend, entre autres choses, de la loi et de la common law et de l'ingéniosité humaine dans l'élaboration des contrats. Tant la loi que la sophistication des contrats pertinents à la société moderne sont le produit d'un processus historique dans lequel il y avait de fortes incitations pour les particuliers à minimiser les coûts d'agence. De plus, il existait d'autres formes d'organisation et des possibilités d'en inventer de nouvelles. Quelles que soient ses lacunes, la société a jusqu'à présent survécu au test du marché contre les alternatives potentielles.

### **TRANSLATED VERSION: GERMAN**

Below is a rough translation of the insights presented above. This was done to give a general understanding of the ideas presented in the paper. Please excuse any grammatical mistakes and do not hold the original authors responsible for these mistakes.

### **ÜBERSETZTE VERSION: DEUTSCH**

Hier ist eine ungefähre Übersetzung der oben vorgestellten Ideen. Dies wurde getan, um ein allgemeines Verständnis der in dem Dokument vorgestellten Ideen zu vermitteln. Bitte entschuldigen Sie alle grammatikalischen Fehler und machen Sie die ursprünglichen Autoren nicht für diese Fehler verantwortlich.

### **EINFÜHRUNG**

## Motivation des Papiers

In diesem Papier greifen wir auf den letzten Fortschritt in der Theorie der Eigentums-, Agentur- und Finanzwesen die Entwicklung einer Theorie des Eigentums structurel für die Firma. Neben zusammenbinden Elemente der Theorie von jedem dieser drei Bereiche, unsere Analyse wirft ein neues Licht auf und hat Konsequenzen für eine Vielzahl von Probleme in der professionellen und populären Literatur einschließlich der definition der Firma, die "Trennung von Eigentum und Kontrolle", der "sozialen Verantwortung" von Unternehmen, die definition eines "Unternehmens-Ziel-Funktion," die Bestimmung einer optimalen Kapitalstruktur, die die Spezifikation von der Inhalt von Kreditverträgen, die Theorie der Organisationen und die Angebotsseite der Vollständigkeit von Märkten Probleme.

Unsere Theorie hilft zu erklären:

1. warum ein Unternehmer oder manager in einer Firma, die eine gemischte Finanz-Struktur (mit beiden Schulden- und außen-equity-Ansprüche) wählen, wird eine Reihe von Aktivitäten für die Firma, so dass der Gesamtwert des Unternehmens ist weniger, als es sein würde werden, wenn er der alleinige Eigentümer, und warum dieses Ergebnis ist unabhängig von ob die Firma betreibt in monopolistischen oder wettbewerblichen Produkt oder Faktor Märkte;
2. warum sein Ausfall zu maximieren Wert der Firma ist perfekt im Einklang mit Effizienz;
3. warum der Verkauf von Stammaktien eine tragfähige Quelle von Kapital, obwohl die Führungskräfte nicht wörtlich maximieren Sie den Wert des Unternehmens;
4. warum Schuld war verlassen, als ein Quelle des Kapitals, bevor die Fremdfinanzierung angeboten wird Steuer-Vorteil relativ zum Eigenkapital;
5. warum Vorzugsaktien wäre ausgestellt worden ist;
6. warum Rechenschaftsberichte wäre die freiwillig an Gläubiger und Anteilseigner, und warum unabhängige Auditoren tätig werden würde, die vom management zu bezeugen die Genauigkeit und Richtigkeit solcher Berichte;
7. warum Kreditgeber oft Platz Einschränkungen auf die Aktivitäten von Unternehmen, denen Sie zu verleihen, und warum Firmen würden sich geführt werden, empfehlen die Auferlegung solcher Einschränkungen;
8. warum manche Branchen sind geprägt durch inhabergeführte Unternehmen, deren einzige Quelle außerhalb des Kapital borgt;
9. warum stark regulierten Branchen wie Stadtwerken oder Banken haben höhere Schulden Eigenkapital Kennzahlen für gleichwertige Niveaus von Risiko als der Durchschnitt nonregulated Firma;
10. warum Sicherheits-Analyse können sein sozial produktiv, auch wenn es nicht portfoliorenditen erhöhen für Investoren

## Theorie der Firma: Eine Leere Box?

Während die Literatur der Wirtschaftswissenschaften ist vollgestopft mit Referenzen auf die "Theorie der Firma" das material in der Regel subsumiert unter dieser überschrift ist eigentlich nicht ein Theorie der Firma, sondern eher eine Theorie der Märkte, in denen Firmen sind wichtige Akteure. Die Firma ist eine "black box" betrieben, so die Einhaltung der relevanten Randbedingungen mit Bezug auf die Eingaben - und Ausgänge, damit die Maximierung der Gewinne, oder genauer gesagt, präsentieren Wert. Außer für ein paar neue und zaghafte Schritte, doch wir haben keine Theorie, die erklärt, wie die gegensätzlichen Ziele der die einzelnen Teilnehmer werden ins Gleichgewicht, so ergeben dieses Resultat. Die Grenzen des black-box-Sicht auf das Unternehmen haben zitiert Adam Smith und Alfred Marshall, unter anderem. Mehr vor kurzem, beliebte und professionelle Debatten über die "soziale Verantwortung" von Unternehmen, die Trennung von Eigentum und die Kontrolle, und der Ausschlag der Bewertungen der Literatur auf die "Theorie die Firma" haben, belegt die weiterhin Anlass zur Sorge, mit diesen Probleme.

Eine Reihe von großen versucht haben wurde in den letzten Jahren zu konstruieren, eine Theorie, die den Unternehmen durch die ersetzen andere Modelle für die Gewinn- oder value-Maximierung, mit jedem Versuch motiviert durch die überzeugung, daß das letztere nicht ausreicht, um die erklären Führungs-Verhalten in großen Unternehmen. Einige dieser Neuformulierung versucht haben abgelehnt und der

Grundsatz der Maximierung Verhalten sowie die Ablehnung der mehr spezifischen Gewinn-Maximierungs-Modell. Wir behalten den Begriff der Maximierung Verhalten auf dem Teil von allen Individuen in die Analyse, die folgt.

### **Eigentum**

Eine unabhängige Strom von Forschung mit wichtigen Implikationen für die Theorie der Firma wurde angeregt durch die bahnbrechenden arbeiten von Coase und wird ergänzt durch Alchian, Demsetz, und andere. Einen umfassenden überblick über diese Literatur ist angesichts von Furubotn und Pejovich (1972). Während der Schwerpunkt dieses die Forschung wurde "Eigentums", das Thema umgeben ist weit umfassender als der Begriff vermuten lässt. Was ist wichtig für die Probleme, die hier angesprochen ist, dass die Spezifikation der einzelnen Rechte legt fest, wie sich die Kosten und Belohnungen zugewiesen werden, unter der Teilnehmer in jeder Organisation. Da die Spezifikation der Rechte ist in der Regel die betroffenen durch contracting (implizite sowie explizite), individuelles Verhalten in Organisationen, einschließlich der Verhalten von Managern, hängt von der Art dieser Verträge. Wir konzentrieren uns in diesem Papier auf die behavioral Auswirkungen, die die Eigenschaft Rechte aus den Verträgen zwischen dem Eigentümer und Manager von die Kanzlei ein.

### **Agentur Kosten**

Viele Probleme im Zusammenhang mit der Unzulänglichkeit der aktuellen Theorie der Firma kann auch betrachtet werden als Spezialfälle der Theorie von agency-Beziehungen, in denen es eine wachsende Literatur. Diese Literatur entwickelt hat, unabhängig von die Eigentums-Literatur, obwohl die Probleme, mit denen es betrifft vergleichbar sind; die Ansätze sind in der Tat hoch komplementär zu einander.

Wir definieren eine Agentur-Beziehung als ein Vertrag, unter dem eine oder mehrere Personen (der AUFTRAGGEBER(s)) sich anderen person (Auftragnehmer) durchführen einige service auf Ihre Auftrag beinhaltet die übertragung bestimmter Entscheidungskompetenz zu der agent. Wenn beide Parteien der Beziehung sind-Dienstprogramm maximizers, es gibt guten Grund zu der Annahme, dass der agent nicht handeln stets im besten Interesse des Auftraggebers. Der AUFTRAGGEBER kann begrenzen Abweichungen von seinem Interesse, durch Festlegung von geeigneten Anreize für den Agenten und durch die anfallenden Kontrollkosten entwickelt zur Begrenzung der aberranten Aktivitäten des Agenten. Darüber hinaus In einigen Situationen, es lohnt sich für den Agenten aufwenden, um Ressourcen (bonding costs) um zu garantieren, dass er nicht bestimmte Handlungen, die Schaden würde das Haupt-oder um zu gewährleisten, dass die AUFTRAGGEBER ausgeglichen werden, wenn macht er solche Aktionen. Allerdings ist es in der Regel unmöglich der Prinzipal oder der agent bei null Kosten, um sicherzustellen, dass der agent optimale Entscheidungen vom Rektor Sicht. In den meisten Agentur-Beziehungen, dem AUFTRAGGEBER und dem Auftragnehmer entstehen, werden positiv monitoring-und bonding-Kosten der (nicht-Vermögensschäden sowie Vermögensschäden), und darüber hinaus gibt es einige Abweichungen zwischen den Agenten Entscheidungen und jenen Entscheidungen, die würde der Maximierung der Wohlfahrt der AUFTRAGGEBER. Die dollar-äquivalent Reduktion in der Wohlfahrtspflege erlebt durch den AUFTRAGGEBER als Ergebnis dieser Divergenz ist auch eine Kosten der Agentur-Beziehung, und wir beziehen sich auf diese letztgenannten Kosten der "residualen Verlust". Wir definieren Agentur Kosten als die Summe von:

1. die überwachung der Ausgaben durch der AUFTRAGGEBER,
2. die bonding-Ausgaben des agent,
3. der restliche Verlust.

Beachten Sie auch, dass agency-Kosten entstehen in jeder situation mit kooperativen Anstrengung (wie die coauthoring in diesem Papier) durch zwei oder mehr Menschen, obwohl es ist keine klare AUFTRAGGEBER-Auftragnehmer-Beziehung. In diesem Licht betrachtet ist es klar, dass unsere definition von agency-Kosten und deren Bedeutung für die Theorie der Firma trägt eine enge Beziehung zu dem problem der Drückebergerei und überwachung der team-Produktion, die Alchian und Demsetz (1972) heben in Ihrem Papier über die Theorie der Firma.

Da die Beziehung zwischen die Aktionäre und die Manager eines Unternehmens passt das definition von einer reinen Agentur-Beziehung, wie es kommen sollte keine überraschung zu entdecken, dass die Probleme mit der "Trennung von Eigentum und Kontrolle" in der modernen diffuse Eigentums corporation

sind eng verknüpft mit dem Allgemeinen problem der Agentur. Wir zeigen unten, dass eine Erklärung, warum und wie die Agentur Kosten, die durch die Unternehmensform geboren sind, führt zu einer Theorie der das Eigentum (oder Kapital -) Struktur des Unternehmens.

Bevor Sie auf, es ist jedoch lohnt sich die Allgemeingültigkeit der Agentur problem. Die problem der Induktion "agent" zu Verhalten, als wenn er die Maximierung der "Rektor" Tierschutz ist ganz Allgemeinen. Es existiert in allen Organisationen und in allen kooperativen Bemühungen— auf jeder Ebene der Verwaltung, in Firmen, in Universitäten, in gegenseitigem Unternehmen, Genossenschaften, staatlichen Behörden und Büros, in den Gewerkschaften und in Beziehungen normal klassifiziert als Agentur-Beziehungen, wie jene, die Häufig in der darstellende Kunst und der Markt für Immobilien. Die Entwicklung von Theorien zu erklären, die form, die agency-Kosten nehmen, die in jeder dieser Situationen (wo die vertraglichen Beziehungen unterscheiden sich erheblich), und wie und warum Sie geboren sind, führen zu einer reichhaltigen Theorie der Organisationen, die fehlen nun in der Wirtschaft und der sozialen Wissenschaften im Allgemeinen. Beschränken wir unsere Aufmerksamkeit in diesem Papier nur ein kleiner Teil dieses Allgemeinen Problems—der Analyse von agency-Kosten erstellt durch die vertraglichen Vereinbarungen zwischen den Eigentümern und top management des Unternehmens.

Unsere Herangehensweise an die Agentur problem hier unterscheidet sich grundlegend von den meisten der bestehenden Literatur. Diese Literatur konzentriert sich fast ausschließlich auf die normative Aspekte der agency-Beziehung; das ist, wie Struktur dem Vertragsverhältnis (einschließlich Schadenersatz Anreize) zwischen dem Prinzipal und dem Agenten eine angemessene Anreize für den Agenten, Entscheidungen zu treffen, die Maximierung der Rektor Wohlfahrt, gegeben, dass die Unsicherheit und unvollkommene überwachung existieren. Wir konzentrieren uns fast ausschließlich auf die positiven Aspekte die Theorie. Das heißt, wir übernehmen die Individuen bei der Lösung dieser normativen Probleme und angesichts der Tatsache, dass nur Aktien und Anleihen ausgegeben werden können, wie Ansprüche, untersuchen wir die Anreize konfrontiert, die von jeder der Parteien und die Elemente der Eingabe in die Bestimmung des Gleichgewichts vertragliche form der Charakterisierung der Beziehung zwischen manager (d.h., der agent), der Firma und der außerhalb von eigen-und Fremdkapital Inhaber (d.h., Schulleiter).

#### **Allgemeine Bemerkungen zu den Definition der Firma**

Ronald Coase in seinem bahnbrechenden Papier mit dem Titel "Die Natur der Firm" (1937) wies darauf hin, dass Wirtschaft hatte keine positive Theorie, um zu bestimmen, die Grenzen der Firma. Er zeichnet die Grenzen der Firma, die den Bereich der Börsen über die der Markt als system unterdrückt wurde und wo die die Zuteilung erreicht wurde, statt durch Autorität und Richtung. Er konzentriert sich auf die Kosten für die Nutzung der Märkte zur Wirkung von Verträgen und Austausch und argumentiert, dass die Aktivitäten, die innerhalb des Unternehmen, wenn die Kosten für die Benutzung der Märkte waren größer als die Kosten der direct authority. Alchian und Demsetz (1972) - Objekt, um die Vorstellung, dass die Aktivitäten innerhalb der Firma geregelt, die von der Behörde, und richtig betonen die Rolle der Verträge als Fahrzeug für die freiwillige exchange. Sie betonen die Rolle der überwachung in Situationen, in die gibt es gemeinsame Eingangs-oder team-Produktion. Wir sind sympathisch mit der Bedeutung, die Sie anbringen, um die überwachung, sondern wir glauben, dass die Betonung, dass Alchian und Demsetz Platz auf gemeinsamen input-Produktion zu schmal und daher irreführend. Die vertraglichen Beziehungen sind die Wesen der Firma, nicht nur mit Mitarbeitern, sondern mit Lieferanten, Kunden, die Gläubiger, und so weiter. Das problem der agency-Kosten und die überwachung besteht für alle diese Verträge, unabhängig davon, ob es ist die gemeinsame Produktion in Ihrem Sinn; d.h., die gemeinsame Produktion können erklären nur einen kleinen Bruchteil des Verhaltens von Individuen im Zusammenhang mit einer Firma.

Es ist wichtig zu erkennen, dass die meisten Organisationen sind einfach nur juristische Fiktionen, die dienen als ein nexus für eine Reihe von contracting-Beziehungen zwischen Individuen. Diese umfasst Unternehmen, non-profit-Institutionen wie Universitäten, Krankenhäuser und Stiftungen, gegenseitige Organisationen wie die gegenseitige Sparkassen, Versicherungen und Genossenschaften, einige private Vereine und auch Staatliche stellen wie Städte, Staaten und die Bundesregierung, Regierung Unternehmen wie die TVA, die Post Büro -, transit-Systeme, und so weiter.

Die private Gesellschaft oder Firma ist einfach eine form der gesetzlichen Fiktion dient als Knotenpunkt für contracting-Beziehungen und die sich zudem durch die Existenz teilbar restliche Ansprüche auf



Vermögenswerte und Cashflows von der Organisation, die können in der Regel verkauft werden, ohne die Erlaubnis der eine im anderen Vertragsstaat ansässige Personen. Obwohl diese definition von der die Firma hat wenig substantiellen Inhalt, unter Betonung des wesentlichen vertraglichen Natur von Firmen und anderen Organisationen konzentriert sich die Aufmerksamkeit auf entscheidende Fragen—, warum bestimmte Sätze von vertragliche Beziehungen entstehen aus verschiedenen Arten von Organisationen, was die Folgen dieser vertraglichen Beziehungen sind und wie Sie sind betroffen von änderungen der exogenen auf die Organisation. So gesehen, es macht wenig oder keinen Sinn zu versuchen, zu unterscheiden, jene Dinge, die "innerhalb" der Firma (oder irgendeiner anderen Organisation) von jene Dinge, die "außerhalb" von ihm. Es ist in einem sehr eigentlichen Sinne nur eine Vielzahl von komplexen Beziehungen (D. H., Verträge) zwischen der gesetzlichen Fiktion (die Firma) und die Besitzer von Arbeit, material und Kapital-Eingänge und-Verbraucher von Ausgang.

Betrachten die Firma als nexus von eine Reihe von contracting-Beziehungen zwischen Individuen dient auch zur machen Sie deutlich, dass die Personalisierung der Firma implizierten Fragen Fragen wie "was soll die Zielfunktion des Firma?" oder "macht das Unternehmen eine soziale Verantwortung?" ist grob irreführend. Die Firma ist nicht eine individuelle. Es ist eine rechtliche Fiktion dient als Fokus für einen komplexen Prozess, in dem die widersprüchliche Ziele von Individuen (von denen einige möglicherweise "repräsentieren" andere Organisationen) werden ins Gleichgewicht, das im Rahmen von vertraglichen Beziehungen. In diesem Sinne das "Verhalten" der die Firma ist wie das Verhalten eines Marktes, das heißt, das Ergebnis einer komplexe Gleichgewicht Prozess. Wir haben selten in die Falle die Charakterisierung der Weizen oder die Börse als ein Individuum, aber wir oft machen diesen Fehler, indem Sie denken über Organisationen als ob Sie waren Personen mit Motivationen und Absichten.

### **Übersicht über das Papier**

Wir entwickeln unsere Theorie in Etappen. Abschnitte 2 und 4 liefern die Analysen der agency-Kosten des Eigenkapitals und Schulden jeweils. Diese bilden die wesentliche Grundlage der Theorie. In Abschnitt 3, die wir stellen einige Fragen bezüglich der Existenz des corporate form der Organisation und beleuchtet die Rolle der limited Haftung. Abschnitt 5 enthält eine Zusammenfassung der grundlegenden Konzepte abgeleitet, die in den Abschnitten 2-4 zu einer Theorie der corporate ownership Struktur unter Berücksichtigung der trade-offs verfügbar Unternehmer-manager-zwischen innen und außen eigen-und Fremdkapital. Einige Qualifikationen und Erweiterungen von der Analyse besprochen Abschnitt 6 und Abschnitt 7 enthält eine Zusammenfassung und Schlussfolgerungen.

### **SCHLUSSFOLGERUNG**

Die öffentlich gehaltene Business corporation ist eine tolle soziale Erfindung. Millionen von Menschen Vertrauen freiwillig Milliarden von Dollar, Franken, pesos usw. an. der Pflege von Managern auf der Grundlage eines komplexen Satzes von Vertragsbeziehungen, die die Rechte der beteiligten abgrenzen. Das Wachstum in der Nutzung der Unternehmensform sowie das Wachstum des Marktwertes etablierter Unternehmen legt nahe, dass Gläubiger und Investoren trotz der agenturkosten, die der Unternehmensform innewohnen, im großen und ganzen nicht von den Ergebnissen enttäuscht wurden.

Agenturkosten sind so real wie alle anderen Kosten. Die Höhe der agenturkosten hängt unter anderem von gesetzlichem und allgemeinem Recht und menschlichem Einfallsreichtum bei der Vertragsgestaltung ab. Sowohl das Gesetz als auch die Raffinesse der Verträge, die für das moderne Unternehmen relevant sind, sind die Produkte eines historischen Prozesses, in dem es starke Anreize für Einzelpersonen gab, agenturkosten zu minimieren. Darüber hinaus gab es alternative Organisationsformen und Möglichkeiten, neue zu erfinden. Unabhängig von den Mängeln hat der Konzern bislang den Markttest gegen mögliche alternativen überstanden.

### **TRANSLATED VERSION: PORTUGUESE**

Below is a rough translation of the insights presented above. This was done to give a general understanding of the ideas presented in the paper. Please excuse any grammatical mistakes and do not hold the original authors responsible for these mistakes.

## **VERSÃO TRADUZIDA: PORTUGUÊS**

Aqui está uma tradução aproximada das ideias acima apresentadas. Isto foi feito para dar uma compreensão geral das ideias apresentadas no documento. Por favor, desculpe todos os erros gramaticais e não responsabilize os autores originais responsáveis por estes erros.

## **INTRODUÇÃO**

### **A motivação do Papel**

Neste artigo vamos desenhar na recentes o progresso na teoria dos direitos de propriedade, agência e finanças desenvolvimento de uma teoria da propriedade structure1 para a empresa. Além de juntando elementos da teoria de cada uma dessas três áreas, nossa análise, lança uma nova luz sobre e tem implicações para uma variedade de questões de literatura popular, incluindo o definição da empresa, a "separação de propriedade e controle", a "responsabilidade social" da empresa, a definição de uma "corporação função objetivo," o a determinação de uma melhor estrutura de capital, a especificação de o conteúdo dos acordos de crédito, a teoria das organizações, e do lado da oferta, a integridade dos mercados de problemas.

Nossa teoria ajuda a explicar:

1. por que um empresário ou gestor em uma empresa que tem um misto de estrutura financeira (contendo dívida e fora de participações de sinistros), escolher um conjunto de atividades para a empresa de tal forma que o valor total da empresa é menor do que seria se ele fosse o único proprietário e por que este resultado é independente da se a empresa opera em monopólio ou competitivo do produto ou fator de mercados;
2. por seu fracasso para maximizar o valor da empresa é perfeitamente consistente com a eficiência;
3. por que a venda das ações ordinárias, é uma fonte viável de capital, mesmo que os gestores não literalmente maximizar o valor da empresa;
4. por que a dívida foi invocado como um fonte de capital antes de dívida de financiamento oferecidas qualquer vantagem fiscal em relação à equidade;
5. por ação preferencial seria emitido;
6. por isso relatórios de contabilidade seria fornecida voluntariamente pelos credores e acionistas, e por auditores independentes seria contratada pela gestão de testemunhar a precisão e exatidão de tais relatórios;
7. por que os credores tendem a restrições às atividades das empresas para as quais eles emprestam, e por empresas-se ser levado a sugerir a imposição de tais restrições;
8. por que alguns setores estão caracterizado pelo proprietário operado empresas cuja única fonte externa de capital de empréstimo;
9. por indústrias altamente reguladas como de utilidade pública ou de bancos terão maior dívida de capital proporções equivalentes níveis de risco do que a média nonregulated empresa;
10. por análise de segurança pode ser socialmente produtivo, mesmo se não aumentar a carteira de devoluções para investidores

### **Teoria da Firma: Um Vazio Caixa?**

Enquanto a literatura de economia é repleto de referências a "teoria da firma" o material, geralmente, classificados em rubrica na verdade, não é um teoria da empresa, mas, ao invés de uma teoria de mercados em que as empresas estão importante atores. A empresa é uma "caixa preta" operada de forma como para atender a relevante condições marginais, com relação às entradas e saídas, assim, maximizar os lucros, ou, mais precisamente, a presente o valor. Exceto por algumas recentes e primeiros passos, no entanto, temos

nenhuma teoria que explica como o conflito de objetivos do participantes individuais são colocados em equilíbrio, de modo a produzir este resultado. As limitações desta caixa preta de vista da sociedade têm foi citada por Adam Smith e Alfred Marshall, entre outros. Mais recentemente, popular e profissional de debates sobre o "social responsabilidade" das corporações, a separação entre a propriedade e de controle, e a erupção de revisões da literatura sobre a "teoria da empresa" têm evidenciado preocupação constante com estes questões.

Uma série de grandes tentativas sido feito nos últimos anos para construir uma teoria da empresa substituição de outros modelos para o lucro ou valor de maximização, com cada tentativa motivado pela convicção de que o último é inadequada para explicar o comportamento gerencial em grandes corporações. Alguns destes reformulação tentativas de ter rejeitado o princípio fundamental da maximizando o comportamento, bem como rejeitar a mais específicos maximizador de lucro modelo. Vamos manter a noção de maximização do comportamento por parte de todos os indivíduos na análise que se segue.

### **Direitos De Propriedade**

Uma via autónoma de investigação com implicações importantes para a teoria da empresa foi estimulado pelo trabalho pioneiro de Coase, e prorrogado por Alchian, Demsetz, e outros. Um estudo abrangente sobre esta literatura é dada por Furubotn e Pejovich (1972). Embora o foco deste a investigação foi "direitos de propriedade", o assunto abrangiu é muito mais amplo do que o termo sugere. O que é importante para os problemas abordados aqui é que a especificação dos individuais direitos determina como os custos e recompensas serão distribuídas entre os os participantes em qualquer organização. Desde a especificação de direitos geralmente é afetado através de contratação (implícito bem como explícito), o comportamento individual nas organizações, incluindo o o comportamento dos gestores, dependendo da natureza destes contratos. Focalizamos neste artigo sobre as implicações comportamentais da propriedade direitos especificados nos contratos entre proprietários e gestores de a empresa.

### **Agência De Custo**

Muitos problemas associados com a inadequação da atual teoria da empresa também pode ser visto como casos especiais da teoria de agência de relações em que há uma literatura crescente. Esta literatura foi desenvolvida de forma independente de os direitos de propriedade literatura, mesmo que os problemas com os quais está em causa são semelhantes; as abordagens são, de fato, altamente complementares entre si.

Nós definem uma relação de agência como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o principal(s)) envolver outra pessoa (o agente) para desempenhar algum serviço em seu nome que envolve a delegação de alguma autoridade para tomada de decisão o agente. Se ambas as partes da relação são utilitário maximizers, há boa razão para acreditar que o agente não agir sempre no melhor interesse do principal. O diretor pode limite de divergências de seu interesse por estabelecer incentivos para o agente e incorrer em custos de monitoramento projetado para limitar o aberrante atividades do agente. Além disso, em alguns situações ele vai pagar o agente de gastar recursos (custos de ligação) a garantia de que ele não vai tomar certas ações que possam prejudicar a principal ou para garantir que o principal vai ser compensado se ele não tomar tais ações. No entanto, geralmente é impossível para o diretor, ou o agente, a custo zero para garantir que o agente faça as melhores decisões a partir do principal ponto de vista. Na maioria as relações de agência, o principal e o agente incorrerá positivo o monitoramento e a colagem de custos (não-pecuniárias, bem como pecuniário), e além disso, haverá alguma divergência entre o agente as decisões e as decisões que iriam maximizar o bem-estar da principal. O dólar equivalente a redução de bem-estar experimentado pelo diretor como resultado desta divergência é também um custo da agência de relacionamento, e nós nos referimos a este último custo residual da perda." Definimos a agência custos como a soma de:

1. monitoramento de gastos por o principal,
2. a ligação despesas por agente,
3. a perda residual.

Note-se também que a agência de custos surgir em qualquer situação que envolva esforço cooperativo (como o de coautoria deste papel, por duas ou mais pessoas, mesmo que não haja nenhum clara de principal-agente de relacionamento. Visto sob esta luz, é claro que a nossa definição de custos de agência e de sua

importância para a teoria da empresa tem uma estreita relação com o problema de redução e monitoramento da equipe de produção que Alchian e Demsetz (1972) levantaram em seu artigo sobre a teoria da empresa.

Uma vez que a relação entre os acionistas e os gestores de uma empresa encaixa-se na definição de uma pura relação de agência, ele deve vir como nenhuma surpresa ao descobrir que os problemas associados com a separação "de propriedade e controle" no moderno difusa propriedade corporação estão intimamente associados com o problema geral da agência. Abaixo, demonstramos que uma explicação de por que e como a agência os custos gerados pela forma corporativa são nascidas, conduz a uma teoria da propriedade (ou de capital) estrutura da empresa.

Antes de prosseguir, no entanto, é vale a pena ressaltar a generalidade da agência problema. O problema da indução de um "agente" para se comportar como se ele fosse maximizando o "principal" é bastante bem-estar de modo geral. Ele existe em todas as organizações e em todos cooperativa esforços— em cada nível de gestão das empresas, em universidades, empresas mútuas, cooperativas, na governamentais autoridades e agências, nos sindicatos e nas relações normalmente classificado como relações de agência, tais como aqueles comuns no artes cênicas e o mercado imobiliário. O desenvolvimento de teorias para explicar a forma que a agência de custos de ter em cada um dos situações (onde as relações contratuais diferem significativamente), e como e por que eles são nascidos vai levar a uma rica teoria da as organizações que agora está faltando em economia e o social ciências em geral. Limitamos a nossa atenção neste trabalho para apenas um pequena parte deste problema geral—análise de custos de agência gerados por acordos contratuais entre os proprietários e superior gestão da corporação.

A nossa abordagem para com a agência problema aqui difere fundamentalmente da maioria dos existentes literatura. Que a literatura se concentra quase exclusivamente na normativo aspectos da relação de agência, isto é, como estrutura da relação contratual (incluindo a remuneração incentivos) entre o principal e o agente do fornecimento adequado de incentivos para o agente para fazer escolhas que irão maximizar a principal é o bem-estar, dado que a incerteza e imperfeito monitoramento de existir. Nós foco quase que inteiramente sobre os aspectos positivos de a teoria. Isto é, assumimos os indivíduos a resolver estes normativos problemas, e dado que apenas ações e títulos podem ser emitidos como reclamações, investigamos os incentivos enfrentados por cada uma das partes e os elementos que entram na determinação do equilíbrio contrato caracterizando a relação entre o gestor (i.é., o agente da empresa e o exterior capital e dívida titulares (por exemplo, diretores).

### **Comentários gerais sobre o Definição da Empresa**

Ronald Coase, em seu artigo seminal intitulado "The Nature of the Firm" (1937), apontou que a economia não tinha nenhuma teoria positiva para determinar os limites da empresa. Ele caracteriza os limites da empresa, de modo que o intervalo de trocas mais que o sistema de mercado foi suprimida e onde os recursos a distribuição foi realizada pela autoridade e direção. Ele focada no custo de utilização de mercados para efeito de contratos e trocas e argumentou que as atividades devem ser incluídas dentro do firme sempre que os custos de utilização de mercados foram maiores do que os custos de usar a autoridade direta. Alchian e Demsetz (1972) objeto para o noção de que atividades dentro da empresa são regulados pela autoridade, e corretamente enfatizam o papel dos contratos como um veículo para voluntários exchange. Eles enfatizam o papel de monitoramento, nas situações em o que não é comum de entrada ou de equipe de produção. Somos simpatizantes com a importância que atribuem ao monitoramento, mas nós acreditamos que a ênfase que Alchian e Demsetz lugar no conjunto de entrada de produção é muito estreitas e, portanto, enganosa. As relações contratuais são as essência da empresa, não apenas com funcionários, mas com fornecedores, os clientes, credores, e assim por diante. O problema de custos de agência e monitorização existe para todos estes contratos, independentemente da não é produção conjunta, em seu sentido; isto é, de produção conjunta pode explicar apenas uma pequena fração do comportamento dos indivíduos associado a uma empresa.

É importante reconhecer que a maioria das organizações são simplesmente ficções legais que servem como um nexus para um conjunto de contratação de relações entre os indivíduos. Este inclui empresas, instituições sem fins lucrativos, como universidades, hospitais e fundações mútua, de organizações como a poupança de bancos e companhias de seguros e co-operativas, alguns privado clubes, e até mesmo órgãos

governamentais, tais como cidades, estados, e o governo federal, governo, empresas como a TVA, o Post Office, sistemas de transporte, e assim por diante.

A empresa privada ou empresa de é simplesmente uma forma de ficção legal que serve como um nexo para a contratação de relações e que é, também, caracterizada pela existência de divisível residual de declarações sobre os ativos e fluxos de caixa da organização, que geralmente podem ser vendidos sem a permissão de a outra contratação de pessoas singulares. Embora essa definição de empresa tem pouco conteúdo substantivo, enfatizando o essencial natureza contratual das empresas e outras organizações, centra a sua atenção em um crucial conjunto de perguntas—por conjuntos específicos de relações contratuais surgir vários tipos de organizações, o que as conseqüências destas relações contratuais são, e como elas são afetados por alterações exógenas à organização. Visto desta forma, faz pouco ou nenhum sentido para tentar distinguir as coisas que estão "dentro" da empresa (ou qualquer outra organização) de as coisas que estão "fora" dela. Há muito real sentido apenas de uma infinidade de relações complexas (por exemplo, contratos) entre a ficção jurídica (a empresa) e os proprietários de mão de obra, material e de capital, insumos e consumidores de saída.

Visualizar a empresa como o nexo de um conjunto de contratação de relações entre os indivíduos também serve para deixar claro que a personalização da empresa, expressa por perguntar perguntas como "o que deve ser a função objetivo do empresa?" ou "a empresa tem responsabilidade social?" está seriamente equivocado. A empresa não é um indivíduo. É legal ficção que serve como foco para um processo complexo no qual o objectivos conflitantes dos indivíduos (alguns dos quais podem "representar" outras organizações) são trazidos para o equilíbrio, dentro de um quadro das relações contratuais. Neste sentido, o "comportamento" de a empresa é como o comportamento do mercado, isto é, o resultado de um complexo de equilíbrio do processo. Nós raramente cair na armadilha de caracterizando o trigo ou o mercado de ações como um indivíduo, mas nós muitas vezes fazem esse erro pensar as organizações como se fossem pessoas com motivações e intenções.

### **Visão geral do Papel**

Desenvolvemos a nossa teoria de estágios. As seções 2 e 4 fornecem análises dos custos de agência do capital próprio e da dívida, respectivamente. Estes formam o principal fundamento da teoria. No Seção 3, apresentamos algumas questões relativas à existência de forma corporativa de organização e examina o papel limitado responsabilidade. A seção 5 fornece uma síntese dos conceitos básicos derivada em seções de 2 a 4 em uma teoria da propriedade corporativa estrutura que leva em conta o trade-offs disponível para o empresário-manager entre dentro e fora da capital e dívida. Alguns qualificações e extensões da análise são discutidos em seção 6 e seção 7 contém um breve resumo e conclusões.

## **CONCLUSAO**

A empresa pública é uma incrível invenção social. Milhões de pessoas confiam voluntariamente bilhões de dólares, Francos, pesos, etc. de riqueza pessoal ao cuidado dos gerentes com base em um conjunto complexo de relações de contratação que delineiam os direitos das partes envolvidas. O crescimento no uso da forma corporativa, bem como o crescimento no valor de mercado das empresas estabelecidas, sugere que pelo menos, até o momento, os credores e investidores não se decepcionaram com os resultados, apesar dos custos da agência inerentes à forma corporativa.

Os custos das agências são tão reais como quaisquer outros custos. O nível dos custos das agências depende, entre outras coisas, do direito legal e comum e do engenho humano na elaboração dos contratos. Tanto a lei e a sofisticação dos contratos relevantes para a corporação moderna são os produtos de um processo histórico em que havia fortes incentivos para os indivíduos para minimizar os custos da agência. Além disso, existiam formas organizacionais alternativas disponíveis e oportunidades para inventar novas formas. Quaisquer que sejam as suas deficiências, a empresa sobreviveu até à data ao teste de mercado contra potenciais alternativas.