

**Estruturas de governança e  
governança corporativa:  
avançando na direção da  
integração entre as dimensões  
competitivas e financeiras**

**Flavio Rabelo  
José Maria da Silveira**

**Texto para Discussão. IE/UNICAMP  
n. 77, jul. 1999.**

# **Estruturas de governança e governança corporativa: avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras**

**Flavio Rabelo<sup>1</sup>  
José Maria da Silveira<sup>2</sup>**

## **Resumo**

O objetivo deste trabalho é introduzir o conceito de governança corporativa no estudo da evolução e competitividade das grandes corporações, incluindo os grandes grupos brasileiros. Governança corporativa é tratada a partir da perspectiva dos contratos incompletos, que enfatizam a importância dos direitos de propriedade. Nós aplicamos este conceito às principais características da propriedade do capital nos principais países desenvolvidos e sua relação com o desempenho das grandes corporações. Em seguida, o trabalho focaliza as diferentes maneiras que o sistema bancário desses países controla o débito das empresas e como os distintos arranjos institucionais dos países interferem nas possibilidades de financiamento pela via de *equity*. Finalmente apontamos para a importância em ater-se à questão de como a governança corporativa atual é adequada para promover o crescimento dos grupos econômicos em uma economia crescentemente globalizada.

**Palavras-chave:** Governança corporativa; Débito; *Equity*; Direitos de propriedade.

## **Abstract**

The purpose of this paper is introduce the concept of corporate governance in the study of the evolution and competitiveness of large corporations, including Brazilian business groups. Corporate governance is treated from a perspective of the theory of incomplete contracts, which stresses the issue of property rights. We applied this concept to the main features of the property of capital and its relation with corporate performance in different developed countries. After that, we focus on the different ways developed by banking system to control debt and discuss how the national institutional arrangements interfere in the possibilities to finance corporate growth by equity. Finally, we point that the main important issue to be raised is whether existing corporate governance arrangements will be able to further the growth of business groups in a global economy.

**Key words:** Corporate governance; Debt; Equity; Property rights.

## **Introdução**

O presente trabalho discute os diferentes tratamentos teóricos da questão da governança das corporações. Trata-se de um trabalho de apresentação destas

---

(1) Professor da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP.

(2) Professor do Instituto de Economia da UNICAMP. E-mail: [jmsilv@eco.unicamp.br](mailto:jmsilv@eco.unicamp.br)

teorias, de algumas ilustrações históricas importantes e que introduz breves considerações sobre o caso brasileiro.

Configura-se como um típico texto para discussão de um tema que por anos ficou limitado (principalmente nas discussões de organização industrial) a uma parca literatura, da linha de Cambridge, como o conhecido trabalho de Wood ou na linha pós-keynesiana. Estes trabalhos centram-se em uma concepção de firma ou mercado como lócus da concorrência que relega ao segundo plano a questão da coordenação entre firmas, das firmas com diferentes modalidades de mercados, as relações internas à firma e mesmo a relação entre mercados. Com isto evidenciaram uma enorme dificuldade em tratar o problema mais amplo de coordenação.

A grande corporação é uma firma como outra qualquer? Seria ela semelhante a cada uma de suas quase-firmas que competem segundo diferentes atributos da concorrência em seus mercados localizados? Uma grande corporação, ao organizar-se de variadas maneiras, não pode encontrar formas diferenciadas para organizar um conjunto de firmas, compatibilizar conflitos de interesse entre elas e principalmente, organizar as relações de repartição das rendas geradas em função de distintos critérios de eficiência? Deste ponto de vista, a teoria da firma, por mais que incorpore a importância da relação das firmas com os seus mercados, é limitada.

A proposta que apresentamos, todavia, não se restringe ao que imaginamos como firma típica, que é a firma oligopolista que compete em tecnologia, distribuição e marketing. Estas crescentemente organizam-se em grandes corporações. Todavia, há outros tipos de firmas que sobrevivem e prosperam e o enfoque deste trabalho também poderia auxiliar a compreensão do porquê disto.

Desde há muito tempo, autores franceses perceberam semelhanças incríveis entre agricultura e o setor de construção civil. Ainda que esta comparação tenha gerado a ira dos agraristas, o que faltava de sólido na argumentação dos autores (Romeiro & Silveira, 1997) era uma teoria que explicasse que o ponto comum nos dois casos era justamente a impossibilidade de deduzir das características produtivas o desempenho das firmas, dada a existência de variadas formas de organização entre empresas no processo produtivo: formas contratuais, relacionais e até arranjos híbridos substituindo a forma hierárquica e a forma mercado. Em outras palavras, um processo de cooperação entre agentes (estimulado ou não pela presença do Estado) havia criado o que chamamos de estruturas de governança

(EG). Estas foram se consolidando, adquirindo a aparência de uma estrutura, mas com um grau de flexibilidade tal que permitia sua redefinição visando ajustar-se às mudanças ambientais.<sup>3</sup>

O presente trabalho não irá discutir todas as estruturas de governança. Sugerimos uma consulta à vasta literatura neo-institucionalista, a começar por Williamson (1985; 1996). O que propomos é tratar apenas de um sub-tema, denominado Governança Corporativa (GC)

Iniciamos, no item 1, por uma apresentação do conceito e o enfoque tradicional da GC fundado na teoria da agência. A seguir, introduzimos uma análise baseada em exemplos históricos centrados nas diferenças estilizadas entre as propriedades de ativos nas corporações. Já o item 3, dividido em dois sub-itens, volta-se para os mecanismos de controle relacionados ao sistema de financiamento via débito e por meio do mercado acionário e nos dilemas de monitoramento entre quem financia e é financiado, de enorme relevância no momento.

Finalizamos o trabalho discutindo o impacto das GC, ou melhor, dos sistemas de governança, sobre as corporações e o Estado, introduzindo em um sub-item, algumas notas sobre o Brasil, que concluem o texto.

Trata-se da “ponta do iceberg”. No caso desta literatura a grande dificuldade é a de acompanhar as novas contribuições, mostrando seu elevado grau de aplicabilidade e aderência tanto a uma visão apreciativa quanto modelística de economia. A literatura de GC torna-se rapidamente referência obrigatória a todos economistas, que caso não se ocupem do tema, ficarão condenados a modelos de estrutura-conduta-desempenho ou a tipologias de relacionamento entre setores baseados em suas características tecnológicas, que não explicam grande parte dos fenômenos atuais e o tipo de ação que se pode esperar por parte dos Estados Nacionais ao desenharem mecanismos de financiamento para suas firmas e corporações.

---

(3) Buainain et al. (1999: 4) definem Estrutura de Governança como “um conjunto de forma organizacionais que condiciona o relacionamento entre agentes que estão empenhados em uma atividade, determinando os incentivos individuais e a alocação dos recursos (quando, aonde, de que forma) disponíveis. As estruturas de governança incluem as formas específicas de direito de propriedade dos ativos, as regras básicas – contratuais ou não – que regulam as relações entre agentes, a utilização de ativos comuns e individuais, a distribuição das rendas, previstas em contratos ou residuais, os instrumentos de premiação e punição utilizados pelo grupo e o arcabouço legal/institucional da economia que ampara as regras de convivência e os contratos estabelecidos entre agentes.” Para uma aplicação do conceito para no Brasil, ver Silveira & Rabelo (1998).

## **1 Governança corporativa: o tratamento convencional**

Este item visa discutir um tema específico relacionado aos grupos econômicos: a governança corporativa (GC) entendida como um conjunto de questões relativas aos mecanismos de controle utilizados nas grandes corporações. Com isto, assume-se desde logo a importância dos grandes grupos, tanto no debate concreto, aplicado, das formas de organização da produção e dos mercados das economias desenvolvidas, quanto nas questões teóricas afeitas à microeconomia com certa ênfase nos aspectos financeiros da firma.

Governança corporativa é o sistema por meio do qual se exerce e se monitora o controle nas corporações. Está claro, desde logo, que este sistema está intimamente vinculado à estrutura de propriedade, às características do sistema financeiro, a densidade e profundidade dos mercados de capitais e ao arcabouço legal de cada economia.

Na literatura econômica, o enfoque predominante no tratamento desta questão é o da teoria da agência (Jensen & Meckling, 1976). Nesta perspectiva, um sistema de governança corporativa emerge justamente para procurar resolver o problema de agência oriundo da separação da propriedade do controle das corporações. Na medida em que uma grande corporação tem sua propriedade pulverizada e seu controle entregue a executivos não proprietários coloca-se o problema de como garantir que o comportamento destes executivos esteja afinado com a maximização do valor para os acionistas. A questão do monitoramento fica complicada neste contexto dado o chamado problema do *free-rider*: uma vez que cada acionista detém uma participação pequena das ações da companhia e qualquer ação que ele tomar no sentido de melhorar o desempenho da companhia traria benefícios para todos os demais acionistas, apesar dele arcar com todos os custos desta eventual ação, os incentivos para um monitoramento são diminutos. O sistema de governança corporativa (GC) deveria, portanto, oferecer uma solução economicamente eficiente para este problema.

A lógica é muito simples. Se todos os fatores de produção forem avaliados em mercados competitivos, a maximização do resíduo pós-pagamento dos fatores asseguraria a eficiência alocativa da economia. No contexto exposto acima, o título a este resíduo cabe aos acionistas. Uma vez que estes não obtêm nenhum outro benefício fora o resíduo, eles estariam todos interessados na maximização do valor do estoque das empresas como reflexo do somatório descontado dos fluxos futuros esperados de resíduo. O que a economia necessita, pois, é de um mecanismo que

avaliar competitivamente as empresas e disciplinar de modo eficaz a gerência destas empresas quando seu valor de mercado é reduzido. Um sistema adequado de governança deve, assim, sustentar-se em dois pilares: na soberania dos acionistas e em mercados de competitivos de controle corporativo.

Vários autores (Aoki, 1995; Mayers, 1996; Kester, 1992) mostram que este referencial não é adequado para analisar a maioria das economias capitalistas desenvolvidas. Na verdade, este modelo é basicamente voltado para os casos dos Estados Unidos e da Inglaterra. Aoki (1995) ressalta também a inadequação da aplicação mecanicista deste modelo a outras economias, na medida que podem ocorrer incompatibilidades com certos condicionamentos históricos. Mais ainda, a concepção da soberania do acionista não representa necessariamente a solução mais eficiente para o controle das corporações. Finalmente, não se pode esquecer que qualquer sistema de governança corporativa mantém relações de complementaridade com outros arranjos institucionais da economia: o mercado de trabalho, a organização interna do trabalho das firmas e as instituições de mercado, entre outras. A eficiência de um sistema de governança não pode não ser avaliada independentemente do modo como estas outras instituições funcionam.

Utilizando a visão neo-institucionalista, Kester (1992) argumenta que os problemas de coordenação e controle não se resumem àqueles associados com a separação da propriedade do controle, mas incluem também os problemas relativos às trocas contratuais entre os agentes econômicos. Ele utiliza o termo **governança contratual** para referir-se aos sistemas que cuidam deste último tipo de problema e acredita que o enfoque mais útil para analisar esta questão é o da teoria dos custos de transação (Williamson, 1985).

Segundo Kester (1992), na perspectiva da teoria da agência, a preocupação maior é criar mecanismos eficientes (sistemas de monitoramento e incentivos) para garantir que o comportamento dos executivos esteja alinhado com o interesse dos acionistas. Elos e contratos entre outros *stakeholders*,<sup>4</sup> particularmente aqueles entre a corporação e seus parceiros no comércio (e.g. clientes, fornecedores, subcontratados) são relegados ao domínio das transações de mercado pura e simples, onde é implicitamente assumido que estas relações serão apropriadamente controladas enquanto os mercados forem razoavelmente eficientes e competitivos.

---

(4) *Stakeholder* é o termo utilizado para designar os outros agentes com interesse na firma: empregados, clientes, fornecedores, entre outros.

No enfoque da teoria dos custos de transação, a unidade apropriada de análise é o fluxo de transações entre um produtor e seus fornecedores ou clientes. O tema chave é determinar o limite ótimo da firma. Parte-se do suposto de que a dependência exclusiva nos mecanismos de mercado pode sujeitar a firma aos riscos do oportunismo auto-interessado.<sup>5</sup> Um sistema eficiente de governança deverá, portanto, elaborar mecanismos especializados de incentivos, salvaguardas e resolução de conflitos que possam promover a continuidade dos relacionamentos comerciais que são eficientes na ausência de oportunismo auto-interessado, relacionamentos estes que, de outro modo, poderiam romper-se sob regras de contratualidade exclusivamente de mercado. **O ideal seria, então, um sistema de governança corporativa que minimizasse os custos de agência atuando em paralelo com um sistema de governança contratual que minimizasse os custos de transação.**

A vantagem desta ampliação proposta por Kester (1992) é que teríamos um instrumental capaz de analisar também a realidade de países da Europa Continental e da Ásia, onde as complexas relações de propriedade entre as corporações e entre estas e os bancos, constituem uma característica marcante do sistema de governança. Na verdade, grande parte da literatura costuma contrastar os sistemas de governança dos Estados Unidos e da Inglaterra, de um lado, com os predominantes na Alemanha e no Japão. A descrição destes exemplos é feita no próximo item.

## **2 Governança corporativa e o ambiente institucional: o enfoque baseado na propriedade**

Os trabalhos de Franks & Mayer (1994, 1995) apresentam uma contribuição muito importante na análise da GC relacionada à idéia de controle da propriedade. Estes autores partem do princípio de que as principais diferenças entre os países, quanto aos seus sistemas de governança corporativa, não dizem respeito ao modo como os sistemas financeiros canalizam *funding* para as corporações, mas sim à forma como a propriedade e o controle estão organizados na economia. Isto constitui a base para a classificação que eles propuseram de sistemas de controle corporativo interno e sistemas de controle corporativo externo.

---

(5) O caso de um cliente que força um acordo de preço extremamente desfavorável ao seu fornecedor em função do grau elevado de dependência deste fornecedor.

Os sistemas de controle externo caracterizam-se pelas seguintes propriedades: um grande número de empresas listadas em bolsa de valores; mercados de capitais líquidos, nos quais o direito de propriedade e controle são freqüentemente negociados; pouca propriedade cruzada de ações entre as corporações. Já os sistemas de controle interno apresentam um número relativamente pequeno de empresas listadas em bolsa; mercados de capital com pouca liquidez e onde controle e propriedade não são comumente negociados e sistemas complexos de propriedade cruzada de ações entre as corporações. Os sistemas externos vigoram nos Estados Unidos e no Reino Unido, enquanto os sistemas de controle interno predominam na Europa Continental e no Japão. Os sistemas externos têm uma forma hierárquica de controle que vai dos investidores individuais diretamente ou indiretamente via instituições para as empresas. Nos sistemas internos, o controle é exercido por meio de um sistema de propriedade interligado dentro do setor corporativo não-financeiro.

A indagação natural, neste ponto, refere-se a origem de sistemas tão distintos de governança corporativa. Prowse (1994) sustenta que as diferenças entre os sistemas nacionais de governança corporativa são fundamentalmente resultado dos diferentes ambientes legais e regulatórios, os quais afetam o grau em que é possível manter a posse concentrada das obrigações financeiras (quanto *equity* quanto débito) de uma firma.

Comparando os sistemas regulatório e legal destes quatro países, Prowse (1994) identifica dois tipos de diferenças básicas que influenciam os sistemas nacionais de governança. A primeira refere-se ao rigor das restrições legais e regulatórias a uma postura de investidor ativo por parte dos grandes acionistas. Estas restrições estão incorporadas nas leis das companhias e leis de falência, na regulação dos portfólios das instituições financeiras, nos sistemas tributários, nas leis referentes a *insider trading*, nas leis regulamentando a divulgação de informações pelas empresas e nas leis anti-truste. A segunda diferença está relacionada ao grau em que as firmas são desencorajadas a acessar fontes de financiamento externo não bancárias por leis que inibem o desenvolvimento dos mercados domésticos de *securities* corporativas e restringem também o acesso às fontes de financiamento estrangeiras.

Mayer (1996) discute como as diferentes estruturas de propriedades afetam fundamentalmente três dimensões importantes de um sistema de governança corporativa: (a) os incentivos utilizados para alinhar o comportamento dos executivos com os interesses dos acionistas, (b) os mecanismos para disciplinar e

reestruturar as empresas com fraco desempenho, (c) as estruturas de financiamento e investimento e os padrões de relacionamento, comprometimento e confiança.

No que se refere aos mecanismos disciplinares, os sistemas de controle externo apresentam alguns problemas específicos. A diluição da propriedade dificulta ações individuais dos acionistas (o chamado problema do *free rider*). Existem, é claro, mecanismos utilizados nestes sistemas para reduzir estes problemas. Os mais conhecidos são o monitoramento e controle da gerência por diretores independentes não-executivos apontados pelos acionistas; esquemas de incentivos para os executivos que vinculam sua remuneração a resultados desejáveis para os proprietários, e o mercado de controle corporativo – as aquisições. Este último mecanismo é o que aparece com maior destaque, até pela repercussão que grandes aquisições hostis provocam na imprensa. Em tese, a possibilidade de uma aquisição hostil colocaria certos limites às ações dos executivos, evitando comportamentos muito desviantes dos interesses dos acionistas. Além disso, esse mecanismo aumentaria a eficiência alocativa dos recursos na economia na medida em que puniria as empresas mal gerenciadas.

Contrariamente a essas expectativas, contudo, os estudos empíricos oferecem pouca evidência de que as mudanças de controle nas aquisições são uma resposta ao mau desempenho dos executivos (Franks & Mayer, 1994). O mercado de controle corporativo reflete muito mais as estratégias corporativas em conflito do que um mecanismo para corrigir um mau desempenho do passado. De fato, ofertas hostis de aquisição podem ocorrer na ausência de qualquer evidência de mau desempenho no passado. Há uma maior evidência, porém, relativa à associação entre um fraco desempenho corporativo e a intervenção institucional direta nos sistemas de controle externo (Jenkinson & Mayer, 1994).

Mayer (1996) levanta a possibilidade de que relacionamentos mais próximos entre os investidores no modelo de controle interno encorajariam um monitoramento mais ativo. Na mesma linha, Prowse (1990), acredita que estes relacionamentos mais próximos no Japão reduzem os custos de agência e permitem que os investidores monitorem a gerência de modo mais eficaz do que nos Estados Unidos. Casos como o da *Metallgesellschaft* na Alemanha, onde a supervisão dos grandes acionistas mostrou-se completamente ineficaz, e os péssimos investimentos imobiliários feitos por corporações japonesas nos Estados Unidos alimentam

críticas de que relações muito próximas entre investidores e corporações podem obstaculizar um monitoramento mais ativo.<sup>6</sup>

Mayer (1990), apontou alguns fatos estilizados interessantes que permitem contextualizar a relação entre os sistemas de governança e as estruturas de financiamento das empresas nos países da OECD. Lucros retidos são a principal fonte de financiamento em todos os países da OECD. Dentre as fontes de financiamento externo, o financiamento bancário é o item mais importante. *Bonds* e novas *equities* contribuem muito pouco ao financiamento das empresas nestes países. O que mais surpreende é que o lançamento de *equities* novas respondeu por uma diminuta fração do financiamento das corporações nos Estados Unidos e no Reino Unido, apesar do sofisticado mercado de *equities* destes países. Davis (1995) acredita, não obstante, que existem sinais de que este padrão está mudando. Ele apresenta somente alguns dados do Reino Unido que demonstram uma maior dependência das corporações em relação aos mercados de capitais no final dos anos 80 e no começo dos 90. Afirma também, embora sem apresentar dados, de que esta é também uma tendência observável nos Estados Unidos. Além dos mais, como será discutido adiante, aumenta o número de empresas da Europa Continental que procuram captar fundos nos mercados internacionais de *equity*.

Isto não quer dizer, porém, que não existam diferenças importantes nos padrões de financiamento entre países (esta questão será retomada adiante). O financiamento bancário é muito mais importante, por exemplo, em países como a França e o Japão,<sup>7</sup> do que na Inglaterra e, surpreendentemente Alemanha. O financiamento por meio de *bonds* só é significativo na América do Norte.

---

(6) Um caso inédito foi o anunciado no *Financial Times* (9 abr. 1997) dos acionistas da *Sumitomo Corporation* movendo uma ação de US\$ 1,6 bilhão contra cinco executivos da companhia pelas perdas de US\$ 2,6 bilhões no escândalo das transações no mercado de cobre. Além de ilustrar deficiências do modelo de governança japonês, este fato mostra uma importante mudança no comportamento dos acionistas – tradicionalmente passivos no Japão. Na sua ação, os acionistas alegam que a *Sumitomo* errou ao não impor sistemas internos adequados de controle gerencial e de gestão do risco. Além disso, afirmaram que tais perdas poderiam ter sido evitadas se a corporação tivesse dado atenção aos avisos da bolsa de metais de Londres.

(7) *The Economist* (1994) menciona uma perda recente de poder pelos bancos no Japão. O sucesso de muitas empresas proporcionou-lhes grandes quantidades de capital, diminuindo a demanda por financiamento externo. A desregulamentação dos mercados financeiros, por sua vez, abriu outras fontes de capital novo. Além disso, a grande quantidade de maus empréstimos, muito relacionados com propriedade, feitos pelos bancos japoneses os teria enfraquecido. Uma série de escândalos recentes também têm contribuído para minar a credibilidade dos bancos japoneses. Eles continuariam, ainda segundo *The Economist*, a desempenhar um importante papel no resgate de empresas com dificuldades financeiras.

O Quadro 1 e os Gráficos 1 e 2 ilustram como varia a questão da propriedade de ativos, seja entre diferentes tipos de grupos na economia, seja entre as economias da Alemanha e UK.

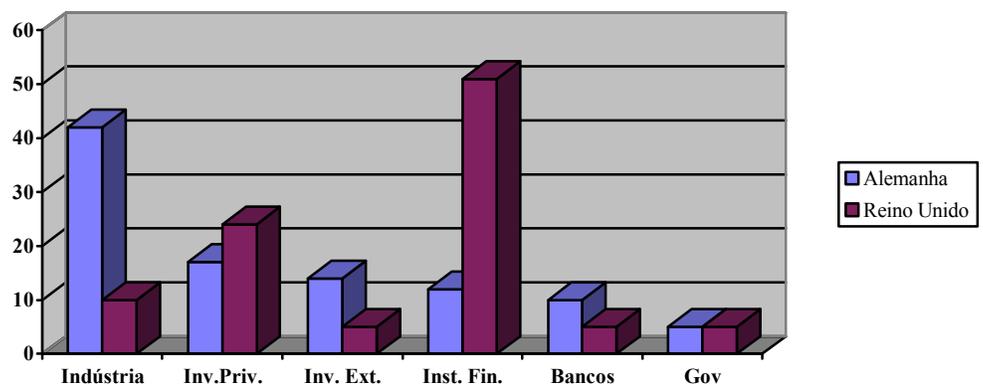
Quadro 1  
Posições acionárias de mais de 25% em 171 companhias industriais e comerciais listadas em bolsa na Alemanha ocidental

I. Companhias com estrutura acionária dispersa <sup>(1)</sup>	14,6%
II. Companhias com pelo menos um grande acionista, sendo este:	85,4%
outra empresa alemã	27,5%
grupo familiar	20,5%
um trust/investidor institucional	12,9%
companhia estrangeira <sup>8</sup>	9,9%
um banco	5,8%
empresa de seguro	1,8%

<sup>(1)</sup> Companhias onde inexistente um acionista com pelo menos 25% do capital votante.

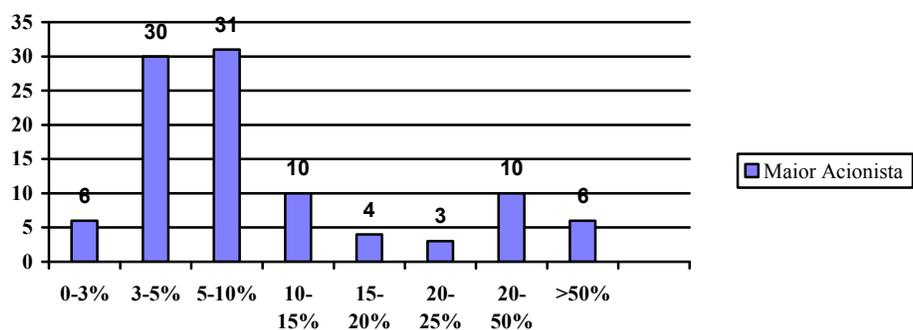
Fonte: Hoppenstedt e cálculos próprios dos autores. (Frank & Mayer, 1994: 27).

Gráfico 1  
Propriedade das Companhias no Reino Unido e Alemanha (%)



(8) Inclui empresas holdings estrangeiras.

Gráfico 2  
UK Maiores Acionistas das 200 maiores empresas em Bolsa, 1990



Fontes: Deutsche Bundesbank (Alemanha) e Price Waterhouse (Reino Unido) citados em Franks e Mayer (1994: 25-26).

### 3 Os mecanismos de controle de mercado

#### 3.1 O papel dos bancos e o controle via débito

Uma forma alternativa de tratar as diferenças entre os sistemas nacionais de governança é focar os instrumentos utilizados para o exercício do controle. De acordo com Davis (1995, 1996), por exemplo, a distinção costumeira entre os sistemas de controle corporativo existentes nos países anglo-saxões e os da Europa Continental e Japão pode ser traduzida pela dicotomia entre controle de mercado via *equity* e controle direto via débito. O elemento central do controle direto via débito é o *relationship banking*, bastante característico da Alemanha e da Japão. Neste sistema, as corporações desenvolvem relacionamentos de longo prazo com um pequeno número de credores e de detentores de *equity*. O sistema também apresenta um grande número de posse cruzada de ações entre as corporações, as quais funcionam mais como mecanismo para sedimentar alianças do que propriamente de exercício de controle. Os bancos aparecem como instrumento de coordenação importante, tanto na qualidade de acionistas quanto de credores. O papel dos outros acionistas institucionais, entre os quais os fundos de pensão, é bastante limitado neste sistema pelas restrições de voto, pela influência dos

acionistas corporativos, pela falta de informações financeiras detalhadas, e pelos direitos assegurados de outras partes (empregados, fornecedores, credores) de representação nos conselhos superiores das corporações. O monitoramento da gerência, segundo Davis (1996) é delegado a um intermediário de confiança – os bancos.

O sistema de controle de mercado via *equity* apresenta a atividade de aquisição (*takeovers*) como mecanismo privilegiado de resolução dos conflitos de interesse entre os executivos e a gerência. A ameaça de uma aquisição hostil funciona como uma restrição ao comportamento dos executivos.<sup>9</sup> Os investidores institucionais possuem um papel de destaque neste sistema, tanto diretamente quanto por meio dos diretores não executivos, complementando a pressão disciplinadora das aquisições e avaliando as propostas de aquisições, quando estas surgem.

Outro sistema é também mencionado por Davis (1995, 1996): controle de mercado via débito, que parte do suposto de que os conflitos de agência dentro da firma constituem um determinante importante da sua estrutura de capital (Jensen & Meckling, 1976) e de que o débito, ao restringir o fluxo caixa livre à disposição da gerência, limita sua capacidade em seguir uma agenda pessoal às custas da maximização do valor dos acionistas (Jensen, 1986; Zwiebel, 1996). O endividamento elevado ajudaria a submeter a gerência à constante inspeção do mercado de capital posto que cada novo empreendimento teria de ser financiado via lançamento de débito ou de *equity*. O débito poderia mesmo vir a forçar a gerência a liquidar operações ineficientes. Jensen (1986) acredita que o desejo de um controle corporativo mais eficiente por meio do débito estava por trás da onda de aquisições e *buyouts* alavancados dos anos 80. Este sistema porém teria suas desvantagens, na medida que o aumento do grau de endividamento pode intensificar conflitos entre os credores e os acionistas e aumentar a propensão ao risco dos acionistas, pois no caso de um fracasso, a maior parte do ônus recairia sobre os credores.

Neste sistema a função disciplinadora recai substancialmente sobre os investidores institucionais. A idéia é que a insatisfação com o mecanismo de aquisição, característico do modelo de controle de mercado via *equity*, estaria dando origem, nos países onde os investidores institucionais são acionistas relevantes, a uma forma de governança baseada num monitoramento mais constante

---

(9) Até porque a grande maioria das aquisições hostis é seguida pelo desligamento dos executivos da firma adquirida.

dos grandes acionistas. Os investidores institucionais estariam construindo canais formais e informais para exercer uma influência disciplinadora sobre os executivos das companhias presentes em seus portfólios.

### **3.2 A visão de *corporate finance***

Finalmente, temos a opção de analisar as distinções entre os sistemas de governança corporativa a partir de uma perspectiva derivada diretamente de uma teoria de *corporate finance* (Berglöf, 1995). O ponto de partida é o dilema tradicional do empreendedor ou da gerência de uma firma em busca de financiamento externo. A obtenção deste financiamento externo ou a redução do seu custo depende da credibilidade das promessas feitas aos investidores de utilizar este capital de um modo particular ou de pagar de acordo com regras contratualmente estabelecidas. O dilema dos *insiders* é que para alcançar tal credibilidade eles devem ou lançar direitos contingentes de propriedade sobre os ativos e fluxo de caixa da firma (oferecendo colaterais, por exemplo) ou ceder parte do controle sobre as decisões de investimento. O autor chama estas duas opções de “financiamento ao alcance do braço” (FAB) e “financiamento orientado para o controle” (FOC).

Dois pontos merecem ser ressaltados para se encaminhar corretamente esta discussão: (a) a importância relativa do financiamento externo, e conseqüentemente da governança corporativa, depende da capacidade da firma de gerar fundos internamente; (b) a decisão de financiamento – a escolha entre financiamento externo ou interno e entre as fontes de financiamento externo – pode ser ela própria sujeita a problemas de agências (gerentes/proprietários podem não estar dispostos a abrir mão ou diminuir seu grau de controle).

O problema essencial no caso da FAB é fazer com que a firma pague de acordo com as regras estabelecidas. Os investidores não interferem diretamente nas decisões estratégicas enquanto forem pagos de acordo com o contrato (governança por objetivo). Este tipo de financiamento não exclui a intervenção. Os investidores iniciais contam com mecanismos externos tais como o mercado para o controle corporativo ou as cortes de falências para obter tal intervenção. O escopo para financiamento externo é aqui limitado pelo que é contratável com credibilidade – isto é, o que pode ser feito valer num tribunal.

Deve-se enfatizar que uma firma dependendo de FAB não levanta financiamento externo unicamente na forma de débito securitizado. A firma pode lançar tanto débito securitizado de curto-prazo quanto *equity*, e algumas vezes *bonds*. Sob este tipo de financiamento existe uma forte conexão entre a natureza dos ativos das firmas e sua capacidade de financiamento.

Nos arranjos de FOC os investidores procuram reduzir os problemas de agência monitorando as decisões de investimento da firma. A natureza do controle é afetada pelo tipo de título (*claim*) que os investidores possuem e pela estrutura de capital da firma. Se o investidor possui apenas débito, os direitos de controle são estado-contingentes, no sentido de que são exercidos primariamente em maus estados da natureza, quando a firma não consegue honrar um pagamento. Caso o investidor só possua *equity*, o controle não está confinado a estados *non-default*. Em muitas firmas o controle de débito e *equity* são realizados por investidores diferentes. Quando o investidor possui tanto débito e *equity* o exercício do controle pode se dar em todos os estados. O débito e a *equity* se complementam, e é duvidoso se podem funcionar como substitutos.

Para entender a natureza do monitoramento é preciso estudar não apenas o tipo de instrumentos em mãos da entidade controladora, mas também a concentração destas participações no seu portfólio e os incentivos fornecidos pelo seu balanço. Neste sentido, existem distinções importantes entre os investidores: (a) investidores orientados pelo portfólio e investidores orientados ao controle e (b) investidores bem capitalizados e investidores altamente alavancados. Os investidores orientados ao portfólio enfatizam a diversificação do risco e têm pouco interesse no exercício de controle, preferindo comprar instrumentos FAB. O investidor voltado ao controle sacrifica a diversificação em prol do exercício do controle, ou do potencial de exercê-lo. A composição do seu balanço pode afetar os incentivos para o monitoramento. Uma alta alavancagem onde o não pagamento trás sérias conseqüências para a gerência incentiva o monitoramento.

Dado que a posse de grandes blocos de controle envolve custos fixos, arranjos financeiros voltados ao controle são tipicamente de longo-prazo, e blocos de controle de *equity* e débito bancário tendem a ser menos líquidos de que *equity* minoritário e *bonds*.

Berglöf (1995) reconhece que, na prática, é difícil distinguir os dois tipos de financiamento. A maioria das empresas levanta fundos por meio dos dois tipos de financiamento. Além disso, *equity finance* pode ser tanto FAB quanto FOC, do

mesmo modo que débito bancário. O ponto é que estes dois tipos de financiamento complementam-se ao invés de serem substitutos. A importância dos bancos comerciais em muitos países decorre justamente do fato deles serem capazes de oferecer os dois tipos. Eles se complementam também porque são influenciados por fatos diferentes. Para FAB a natureza dos ativos da firma tem um papel importante. Esta forma de financiamento apoia-se fortemente na liquidez dos mercados para ativos corporativos, e conseqüentemente na extensão da capacidade de fazer valer os direitos de propriedade e as condições gerais de negócios. As condições para financiamento orientado para o controle não são bem compreendidas, mas estabelecer e manter relações de monitoramento é custoso; espera-se que o financiamento orientado para o controle seja mais de longo prazo e menos vulnerável a flutuações de curto prazo. Além disso, enquanto o exercício do controle requer instituições sofisticadas, FOC pode ser menos dependente no arcabouço legal formal.

Enquanto a predominância de fundos internos no financiamento total e de empréstimos bancários no financiamento externo é virtualmente universal, parece existir variações internacionais significativas no grau e natureza da orientação ao controle nas economias, entre indústrias, entre firmas de diferentes tamanhos e entre países, dependendo do nível de desenvolvimento e dos arranjos institucionais. Países com bancos comerciais fortes tendem a ter uma parcela maior de COF, propriedade mais concentrada de débito e *equity*, menor *turnover* nas posições e mercados menos líquidos de *equity* e *debt*.

Estes distintos enfoques diferenciam-se basicamente pelo elemento focado na análise dos sistemas de governança corporativa. Enquanto Franks & Mayer (1994, 1995) privilegiam a estrutura de propriedade e controle, o modelo de Davis (1995) enfoca os instrumentos utilizados para o exercício do controle corporativo e Berglöf (1995), por sua vez, centra seu modelo nas formas predominantes de *corporate finance*. Na aplicação prática, porém, estas interpretações acabam convergindo. De fato, podemos dizer que a estrutura predominante de propriedade e controle numa economia determina quais são os instrumentos importantes para o exercício do controle corporativo e quais serão as formas mais comuns de *corporate finance*. Veremos adiante, ao estudar alguns países específicos, que a estrutura de propriedade e controle é o resultado, em grande medida, do ambiente legal e regulatório. O Quadro 2 apresenta um resumo

das características que distinguem os dois sistemas de *corporate finance* e suas implicações.

Quadro 2  
Resumo das características dos modelos de *corporate finance*

Item	Tipo de Sistema Financeiro	
	COF	ALF
Características gerais		
Profundidade e amplitude dos mercados financeiros	Baixo	Alto
Ativos dos bancos como percentual dos ativos financeiros totais nas mãos de instituições financeiras	Alto	Baixo
Probabilidade de abrir o capital	Baixo	Alto
Importância do mercado para controle corporativo	Baixo	Alto
Estrutura creditícia		
Grau de concentração	Alto	Baixo
Créditos bancários nas obrigações totais	Alto	Baixo
<i>Bonds</i> nas obrigações totais	Baixo	Alto
<i>Turnover</i> das participações (posições)	Baixo	Alto
Estrutura dos acionistas		
Grau de concentração	Alto	Baixo
Participações dos bancos	Alto	Baixo
Participações interfirmas	Alto	Baixo
<i>Turnover</i> dos blocos de controle	Baixo	Alto

Fonte: Berglöf (1995: 76).

## 4 Impacto dos sistemas de governança sobre corporações e economias nacionais

### 4.1 Os países desenvolvidos

A questão teórica fundamental, porém, envolvendo os sistemas de governança é o seu impacto sobre o desempenho das corporações e das economias nacionais. Trata-se de um problema extremamente complicado e para o qual, até o momento, não existe uma resposta precisa. De um lado, não existe evidência rigorosa de que o sistema de governança influencie a competitividade. Pode-se argüir que o grau de concorrência nos mercados de produtos é mais importante para a eficiência industrial do o sistema de governança existente. De acordo com a teoria tradicional, se os mercados todos os produtos finais e para todos os insumos forem competitivos, o sistema de governança corporativa adotado seria uma questão irrelevante. Prowse (1994) nota, contudo que, mesmo aceitando esta hipótese,

restam dois problemas: (a) a perfeição dos mercados não é uma suposição realista, (b) mesmo nos mercados mais abertos a concorrência no mercado de produtos será provavelmente prejudicada por problemas informacionais e outras fricções; c) grandes firmas, que construíram fortes marcas no passado podem ser capazes de viver das quase-rendas assim geradas por um bom período enquanto são mal gerenciadas e (d) se os executivos perceberem que o Estado tem uma política de “grande demais para falhar” então eles podem tornar-se mais otimistas em relação a uma ameaça de falência. Conclui que a concorrência de mercado por si só não é um instrumento suficiente para substituir mecanismos eficientes de controle corporativo. Algo mais importante ainda em setores onde a concorrência é fraca.

Mesmo admitindo que um sistema de governança seja relevante para o desempenho de uma economia, não é possível, como já dissemos anteriormente, avaliar a eficiência de um tal sistema sem levar em conta sua interação com outras instituições da economia. Um sistema de governança corporativa é o resultado das tentativas dos agentes econômicos de resolverem seus problemas de controle e coordenação e o desenho final certamente depende da correlação de forças entre estes agentes. É muito difícil, portanto, apresentar um sistema nacional de governança como o modelo universalmente mais adequado. É possível, porém, apontar aspectos onde um sistema apresenta problemas de coordenação e de disciplinamento e também transferir certas lições, sem perder de vista seu contexto histórico, para a realidade de outros países. Talvez o mais útil seja observar a direção das mudanças ocorrendo nos sistemas de governança corporativa das economias maduras e, a partir disso, tentar evitar a repetição certas práticas que estão sendo abandonadas. O Quadro 3 faz um resumo, englobando as formas de controle que tratamos ao longo do trabalho, para firmas não financeiras em três países europeus. Pode-se notar que existem grandes diferenças entre países, destacando-se a Alemanha e em menor grau o Japão. Seria interessante refazer esta análise após passada a atual crise do capitalismo, principalmente japonês. Isto deixa claro o caráter eminentemente histórico da análise, ainda que a partir de um conjunto de questões teóricas abrangente, que procuramos sintetizar acima.

Quadro 3

Importância dos diferentes mecanismos de controle corporativo nas grandes firmas não financeiras

Mecanismo	Estados Unidos	Reino Unido	Japão	Alemanha
Independência do <i>board</i> /poder sobre a gerência	Pouca	Pouca	Formalmente pouca <sup>a</sup>	Mais elevada.
Importância do pagamento por desempenho na remuneração da alta gerência	Pequena	Não conhecido, provavelmente pouca	Menos importante.	Só relevante nas empresas gerenciadas pelos donos.
Monitoramento pelas instituições Financeiras	Pequeno	Pequeno	Substancial	Algum
Monitoramento por firmas não financeiras	Pequeno	Pequeno	Pequeno	Substancial
Freqüência de aquisições hostis	Freqüentes	Freqüentes	Virtualmente não existente	Virtualmente não existente

<sup>(a)</sup> Mais influente informalmente por meio das reuniões do Clube dos Presidentes das empresas integrantes do *keiretsu*.

Fonte: Prowse (1994: 52).

#### 4.2 Observações finais: algumas referências ao caso brasileiro

Mais do que uma conclusão, nosso objetivo aqui é verificar, ainda que de modo bastante especulativo, quais lições podem ser retiradas destas experiências de governança corporativa para os grupos econômicos brasileiros.

Partimos do princípio que sistemas de governança em que os grupos de capital nacional são majoritariamente de controle e propriedade familiar. A propriedade familiar não implica necessariamente o envolvimento da(s) família(s) proprietárias na gestão dos negócios do grupo, mas atua como rentista, deixando a gestão para grupos de executivos profissionais. Outra possibilidade, ainda bastante freqüente no caso brasileiro: as famílias proprietárias também exercem a gestão da propriedade do grupo. Tanto quando a família exerce diretamente a gestão ou quando entrega a gestão a um grupo de profissionais, os problemas da agência ou são completamente eliminados ou fortemente mitigados.

Além desse caráter familiar, há também o fato de que elas assumem a forma de grupo econômico. Esses grupos familiares expandiram-se por meio de um sistema complexo de controle da propriedade envolvendo várias empresas; algumas de capital fechado (a maioria) e outras abertas, controladas por outras ou por uma **empresa holding**, configurando uma cadeia hierárquica.

Trata-se, portanto, de um sistema de governança de extremado controle interno ou de controle direto via *equity* (Franks & Mayer, 1994; Davis, 1996). Entretanto, teria como especificidade a forte presença das famílias, a ausência de bancos e outras instituições financeiras, com controles corporativos cruzados no sistema de governança das corporações.

Quais os problemas originados deste sistema:

a) inibiria o crescimento das empresas, posto que dificultaria o acesso a fontes de financiamento externo não-intermediadas. O financiamento via débito teria que ser todo “colateralizado”, o que é uma forma limitante ao crescimento;

b) o sistema dificultaria a reestruturação e modernização das corporações;

c) numerosos casos de problemas sucessórios facilitaram o desmonte de suas estruturas de controle e a dissolução dos grupos em momentos de maior fragilidade determinada por políticas macroeconômicas.

Ressaltamos que estas críticas aplicam-se ao controle familiar e não à propriedade de capital por famílias. O controle familiar pode limitar substancialmente a constestabilidade desejada de um sistema de governança, impedindo modificações na gestão, mesmo quando sinais de mau desempenho forem detectados. A mudança de comando, por exemplo, é “traumática” quando o controle é exercido diretamente pela família. Há casos inclusive de atraso na tomada de soluções necessárias, como bem ilustra o caso do Grupo Econômico. Quando em um processo de sucessão, as novas gerações não desejarem participar dos negócios ou permanecer no grupo proprietário, a solução seria a saída. Com um mercado de capitais reduzido e com uma valorização imperfeita das *securities* isto não é feito sem uma certa perda patrimonial.

Por outro lado, a propriedade concentrada em uma única ou em poucas famílias, bem coordenadas, pode facilitar a revisão estratégica ou a substituição de uma gestão profissional externa, já que todos os incentivos estão colocados e não existe o problema de coordenação entre proprietários.

A descrição acima deve passar por transformações significativas e o caso italiano é bastante ilustrativo desta possibilidade.

No próprio Brasil, a onda de fusões e aquisições, com uma presença cada vez maior de grupos estrangeiros, é um sinal claro de há uma transformação em curso. Além disso, o processo de privatização abre um espaço importante para a consolidação de uma nova estrutura de propriedade e controle corporativo.

Resta perguntar qual configuração o novo sistema tende a assumir e, supondo um certo grau de liberdade e incentivo, qual configuração seria mais desejável. O primeiro passo é identificar as dificuldades colocadas pelo sistema atual de governança dos grupos econômicos. De um lado, como mostra Barca (1996) no caso italiano, tal estrutura de controle e propriedade pode limitar o crescimento destes grupos, dado que dificulta o acesso a fontes de financiamento externo, sobre não-intermediadas. Aqui, até mais do que na Itália, foram raríssimos os grupos que conseguiram articular uma estratégia de multinacionalização. O baixo grau de contestabilidade do sistema, por sua vez, dificulta ações corretivas mesmo diante de sinais inequívocos de mau desempenho.

É claro que não é possível reproduzir aqui um sistema de governança nos moldes do Japão e da Alemanha ou nos moldes anglo-saxão. Um sistema de governança como o alemão ou japonês requer um ambiente regulatório e legal muito particular, dificilmente capaz de ser implantado num ambiente onde não existe uma tradição de confiança e cooperação entre os agentes econômicos. O elemento mais fácil de ser incorporado e que pode trazer vantagens para um país como o Brasil é o maior envolvimento dos bancos na área de governança. Já um sistema de propriedade dispersa, como o anglo-saxão, além de ser inteiramente estranho a nossa cultura corporativa, não apresenta a priori benefícios claros. Os elementos mais interessantes são um mercado de capitais bem desenvolvido e a maior atuação dos investidores institucionais. Na França, como vimos, os conselhos de administração só se tornaram mais ativos a partir do momento em que os investidores institucionais se mostraram mais ativos e indicaram representantes.

Acreditamos que a transformação mais viável seja aquela que contemple uma posse concentrada das obrigações financeiras dos grupos (tanto *equity* quanto *debt*) nas instituições financeiras – particularmente os bancos nacionais e os fundos de pensão. Certamente, qualquer novo modelo apresentará uma forte presença da propriedade familiar, e mesmo do controle num número representativo de grupos. O importante é introduzir mecanismos eficazes de monitoramento e exercício de influência nestes grupos. O crescimento de fundos de pensão e dos fundos mútuos pode vir a representar uma força importante de mudança. Nos mercados onde estas instituições são fortes elas tendem a estimular os mercados de *securities*, aumentando sua profundidade e grau de transparência. Isto pode facilitar, mas não garantir, que as famílias proprietárias transacionem seu controle nos mercados. Finalmente, o ambiente regulatório e legal será um palco crucial para a

operacionalização de mudanças no sistema de governança corporativa, na medida em que ele pode afetar a estrutura de propriedade e influenciar o acesso aos vários canais de financiamento.

### **Bibliografia**

- AOKI, M. Controlling insider control; issues of governança corporativa in transition economies. In: AOKI, M., KIM, H.-K. (Ed.). *Governança corporativa in transition economies*. Washington D.C.: The World Bank, 1995.
- BARCA, F. *On governança corporativa in Italy*; issue, facts and agenda. Rome: Bank of Italy. Research Department, 1996. (Mimeo.). (Nota di Lavoro, 10/96).
- BERGLÖF, E. Governança corporativa in transition economies; the theory and its implication. In: AOKI, M., KIM, H. K. (Ed.). *Governança corporativa in transition economies*. Washington D.C.: The World Bank, 1995.
- BUAINAIN, A., SILVEIRA, J.M.F.J. da, MARQUES, M. *O Programa Cédula da Terra e a reorganização fundiária no Brasil*. Campinas: UNICAMP. IE, [s. d.] (Mimeo.).
- DAVIS, E. P. *Pension funds*; retirement-income security and capital market – An international perspective. Oxford: Clarendon Press, 1995.
- \_\_\_\_\_. *The role of institutional investors in the evolution of financial structure and behaviour*. Proceedings of a Conference held at the Reserve Bank of Australia “The Future of the Financial System.” Sydney: RBA, 1996. (Mimeo.).
- FRANKS, J., MAYER, C. *Corporate control*; a comparinon of insider and outsider systems. London: London Business School/University of Oxford, 1994. (Mimeo.).
- \_\_\_\_\_. Ownership and control. In: SIEBERT, H. (Ed.). *Trends in business organization*; does participation and cooperation increase competitiveness. Tübingen: Mohr, 1995.
- JENKINSON, T., MAYER, C. *Hostile takeovers*; defence, attack and governança corporativa. London: MacMillan, 1994.
- JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow. Corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, v. 76, n. 2, p. 323-29, 1986.
- \_\_\_\_\_, MECKLING, W. H. Theory of the firm; managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-60, 1976.
- KESTER, W. C. Industrial groups as systems of contractualgovernança. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 8, n. 3, Autumn, p. 24-44, 1992.
- MAYER, C. *Governança corporativa, competition and performance*. [s. l.] OECD, 1996.

- PROWSE, S. Institutional investment patterns and corporate financial behaviour in the United States and Japan. *Journal of Financial Economics*, n. 110, p. 407-43, 1990.
- \_\_\_\_\_. *Governança corporativa in an international perspective; a survey of corporate control mechanisms among large firms in the United States, the United Kingdom, Japan and Germany*. Basíla: Bank for International Settlements, 1994. (BIS Economic Papers, n. 41).
- ROMEIRO, A. M., SILVEIRA, J. M. F. da A teoria da regulação e o enfoque setorial. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 27, n. 3, p. 461-79, 1997.
- SILVEIRA, J. M. F. J. da, RABELO, F. A. Reestruturação da indústria petroquímica brasileira. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 26, Vitória, 1998. *Anais...* Vitória: ANPEC, 1998.
- WILLIAMSON, O. *The economic institutions of capitalism; firms, markets, relational contracting*. New York: Free Press, 1985.
- \_\_\_\_\_. *Mechanisms of governance*. New York: Oxford University Press, 1996.
- ZWIEBEL, J. Dynamic capital structure under management entrenchment. *American Economic Review*, v. 86, n. 5, p. 1197-1215, 1996.