

ESTRUTURA DE PROPRIEDADE COMO UM MECANISMO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

OWNERSHIP STRUCTURE AS A CORPORATE GOVERNANCE MECHANISM IN BRAZIL

Raul Beal Partyka¹

Jeferson Lana²

RESUMO

Um bom sistema de governança pode levar a melhores decisões, por meio de um processo decisório mais estruturado, embasado e menos propenso a gerar conflitos de interesses e desvios por interesse dos indivíduos. A visão tradicional sobre governança corporativa, fundamentada em sua grande parte, no campo da economia, pondera fundamentalmente sobre a necessidade de “alinhamento de interesses” em decorrência dos eventuais conflitos entre altos executivos, conselheiros e acionistas. Mais recentemente, também trata do alinhamento entre tais atores corporativos e os demais *stakeholders*. Enquanto a proteção legal aos credores encoraja o desenvolvimento do mercado de crédito, a proteção legal aos acionistas encoraja o desenvolvimento do mercado de ações. Este ensaio teórico apresenta a função e os mecanismos pelos quais a estrutura de propriedade pode funcionar como um mecanismo de governança corporativa. Por meio de um levantamento bibliográfico identificamos o sucesso na criação de um ciclo contínuo para a governança corporativa no Brasil. Utilizado como meta da gestão corporativa das Empresas, é fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional, transmitindo crescimento e competitividade internacional das companhias brasileiras.

Palavras-chave: Estrutura de propriedade. Governança corporativa. Gestão corporativa.

ABSTRACT

A good governance system can lead to better decisions, through a more structured, well-informed decision-making process that is less likely to generate conflicts of interest and deviations due to the interests of individuals. The traditional view on corporate governance, developed for the most part in the field of economics, fundamentally ponders the need for “alignment of interests” as a result of possible conflicts between senior executives, directors, and shareholders. While legal protection for creditors encourages the development of the credit market, legal protection for shareholders encourages the development of the stock market. This theoretical essay presents the function and mechanisms by which the ownership structure can function as a corporate governance mechanism. Through bibliography research we identified the success in creating a continuous cycle for corporate governance in Brazil. Used as a goal of corporate management, it is fundamental for the development of the national capital market, transmitting growth and international competitiveness of Brazilian companies.

Keywords: Property structure. Corporate governance. Corporate Management.

¹ Mestre em Administração. Universidade do Vale do Itajaí (UNIVALI). E-mail: raul@edu.univali.br

² Doutor em Administração de Empresas. Escola de Administração de Empresas de São Paulo (FGV EAESP). E-mail: jlana@univali.br

1. INTRODUÇÃO

A expressão governança corporativa (GC) começou a ser utilizada somente a partir do final dos anos 1990 no Brasil. O próprio IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), organização pioneira dedicada ao tema, foi fundado em novembro de 1995 sob a denominação IBCA (Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração), demonstrando o desconhecimento generalizado à época. A partir de 1998, o tema ganhou força, principalmente em função de diversos conflitos entre controladores e minoritários decorrentes de operações de fechamentos de capital e de alienação de blocos de controle consideradas prejudiciais pelos acionistas não controladores. Deve-se também destacar o surgimento no período de alguns fundos de investimento em ações com foco numa atuação mais ativa do seu papel de acionista junto às empresas investidas, visando auferir ganhos de longo prazo. Esses fundos, chamados de ativistas, possuíram um papel fundamental no desenvolvimento dos primeiros debates sobre governança corporativa no Brasil, bem como na mudança das práticas de diversas companhias.

Há muita informação e trilhas a serem descobertas sobre a governança corporativa no Brasil, com as últimas privatizações e as em projeto, uma maior abertura da economia Brasileira, com a permissão de propriedade estrangeira em maior porcentagem em empresas e a própria entrada de investimentos estrangeiros. Estes possuem maiores requisições, beneficiando assim todo um complexo existente para a garantia de eficácia na governança perante a propriedade.

Silveira (2004) exemplifica que a concentração de propriedade de empresas norte-americanas se difere das empresas brasileiras, pois no Brasil as empresas apresentam alta concentração de propriedade. Pode utilizar-se como exemplo da importância para movimento da economia, a atual existência de uma medida provisória, onde companhias estrangeiras podem deter 100% das ações de companhias aéreas brasileiras. Originalmente este limite era de 20%. Entre decisões no executivo e acontecimentos políticos ainda houve um pedido de aumento para 49%, após este, emitida a medida provisória. Permissão essa que seria dada apenas a empresas sediadas em países onde fosse permitido também empresas brasileiras controle de 100% das ações, permitindo que se tenha mais investimentos, mais tecnologia, mais segurança em setores da economia brasileira.

Os conceitos tratados nesta pesquisa passarão por conceitos econômicos, financeiros e organizacionais. A pluralidade teórica destas áreas faz necessária a delimitação de objetivos que ajudem a focar os esforços da pesquisa. O objetivo do estudo é analisar a estrutura de propriedade como mecanismo de governança corporativa no mercado de capitais Brasileiro. Para alcançar o objetivo proposto, este trabalho compreendido como um ensaio teórico levanta discussões por meio da identificação das teorias, a integração destas e as avenidas prosperas de pesquisas bem como contextos de aplicação.

Como divisões deste artigo, pretende-se: Entender a estrutura de propriedade em empresas brasileiras; verificar a forma com que a estrutura de propriedade impacta empresas brasileiras; e relacionar a governança corporativa com a confiabilidade do mercado de capitais.

2. MÉTODO

Para a elaboração deste ensaio teórico foi conduzido primeiramente o levantamento bibliográfico de caráter exploratório, selecionando através das bases SciELO e Portal de Periódicos CAPES artigos que continham as palavras-chave “governança corporativa” e “estrutura de propriedade” no tópico.

Na sequência, realizamos uma síntese e elaboração do referencial teórico, onde se desenvolve a integração e delineamento da pesquisa, com a explanação da governança

corporativa e por seguinte a estrutura de propriedade. Esta última é expandida para explicar a i) estrutura de propriedade como variável endógena, posteriormente a iii) concentração de propriedade.

3. REFERENCIAL TEÓRICO

3.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Segundo Alberton, Moletta, Marcon (2011), a governança corporativa se desenvolveu a partir do entendimento e da necessidade de se criar mecanismos de proteção e transparência das relações relacionadas à propriedade, como objeto da administração e da contabilidade, aos proprietários, aos grandes acionistas e principalmente em respeito aos pequenos acionistas.

De acordo com Saito e Silveira (2008), os estudos em governança corporativa dependiam da criação de uma teoria da firma que deixasse de analisar as empresas como caixas-pretas e passasse a explicar como a alocação de capital entre os acionistas e os objetivos conflitantes de participantes individuais dentro das companhias levariam a determinadas situações de equilíbrio. Para Jensen e Meckling (2008) apesar de a literatura sobre a ciência da economia estar repleta de referências sobre a “teoria da firma”, o material geralmente incluído nessa classificação não é baseado em uma teoria da firma, mas em uma teoria dos mercados nos quais as firmas são importantes participantes: a firma é uma “caixa preta” manipulada de forma a atender os *inputs* e *outputs*, maximizando os lucros, logo, maximizando o valor presente. Contudo, não há uma teoria que explique como os conflitos dos objetivos dos participantes individuais chegam a um equilíbrio, e como consequência gera montantes financeiros líquidos.

Ainda, para Saito e Silveira (2008), muitos problemas associados à inadequação da teoria atual da firma também podem ser levados em consideração como casos especiais das relações da teoria da agência, onde uma relação de agência é um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o(s) principal(is)) emprega uma outra pessoa (agente) para executar em seu nome um serviço que implique a delegação de algum poder de decisão ao agente. Se ambas as partes da relação estiverem sob um mesmo objetivo, há boas razões para acreditar que o agente nem sempre agirá de acordo com os interesses do principal. O principal pode limitar as divergências referentes aos seus interesses por meio da aplicação de melhores incentivos para o agente e ocasionando em custos de monitoramento visando a limitar as atividades irregulares do agente. Ainda, em algumas situações, o principal pagará ao agente para aplicar recursos com o objetivo de garantir que o agente não promoverá certas ações que prejudicariam o principal ou para assegurar que o principal será recompensado se o agente promover essas ações. Contudo, é em geral impossível para o principal ou o agente manter a relação de agência a um custo zero para assegurar que o agente tomará decisões de nível ótimo do ponto de vista do principal.

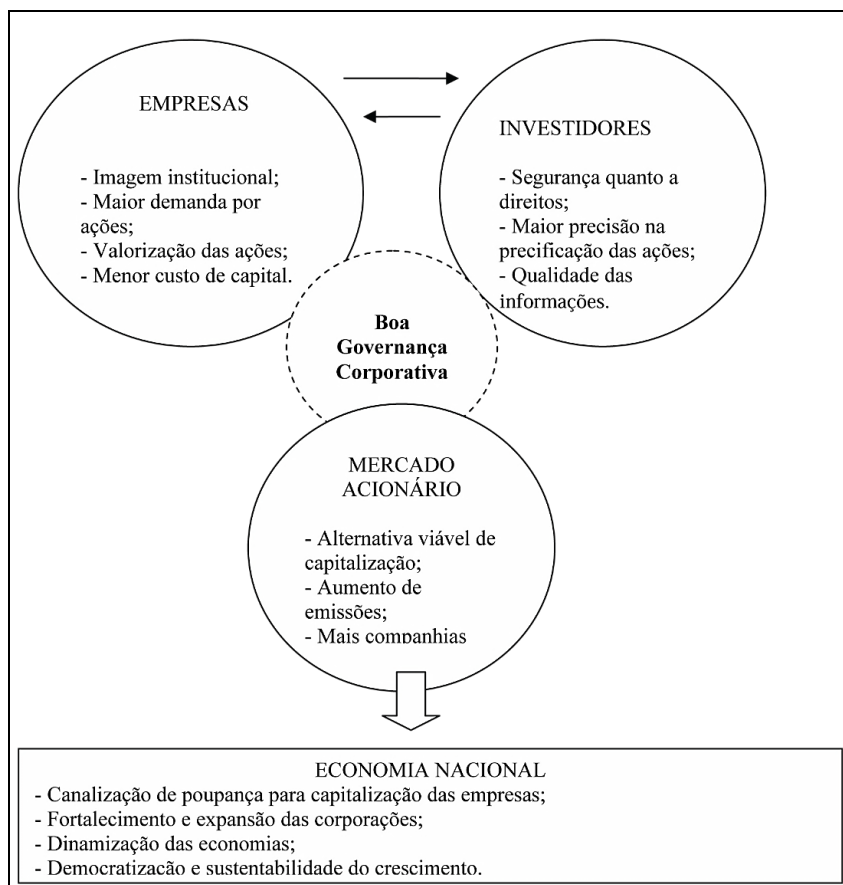
O problema de agência remete a estrutura de propriedade, pois pode gerar conflito de interesses entre os gestores. Todavia a estrutura de propriedade neste artigo, não é tratada, propositalmente, como estrutura de capital, pois este tem o objetivo de tratar as quantias relativas de direitos de propriedade mantida pelos *insiders* (administração) e *outsiders* (investidores sem função direta administração da firma. Mas antes de prosseguirmos, vale refletirmos o quão presente está em nossas vidas o problema da agência. Para Jensen e Meckling (2008), o problema de induzir um “agente” a se comportar como se ele estivesse aumentando o bem-estar do “principal” é relativamente geral. Ele se faz presente em todas as organizações e em todos os esforços cooperativos – em qualquer nível da administração das firmas, em universidades, em empresas mistas (de sociedade anônima e cooperativa), em cooperativas, em órgãos públicos, em sindicatos e em relações normalmente classificadas como relações de agência, como nas artes cênicas e no mercado imobiliário.

Em âmbito global, os sistemas de governança corporativa mais desenvolvidos possuem uma combinação em diferentes proporções de proteção legal aos investidores e concentração da propriedade. No caso dos Estados Unidos e Reino Unido, um sistema legal garante maior proteção relativa aos acionistas do que aos credores, fomentando o mercado de ações. Nesse caso, grandes investidores são menos frequentes, exceto quando a propriedade é concentrada de forma temporária em processos de aquisição. Já na Alemanha, os credores possuem mais direitos do que nos países anglo-saxões, enquanto os direitos dos acionistas são relativamente mais fracos. Como resultado, o país possui um sistema caracterizado por grandes acionistas (entre os quais os bancos), porém com baixa participação de acionistas de pequeno porte no mercado. O Japão se situa entre os Estados Unidos e a Alemanha no grau de proteção de acionistas e credores, resultando tanto em grandes investidores de longo prazo quanto em um mercado de pequenos investidores desenvolvido (SILVEIRA, 2010).

Nesse cenário, as demonstrações contábeis possuem um importante papel de monitoramento. Pode-se dizer que as atividades de monitoramento são aquelas realizadas pelos investidores com o objetivo de assegurar que os gestores limitem suas atividades de acordo com o contrato. A ideia é que melhorias no processo de monitoração dos gestores tendem a reduzir as ações de expropriação (DE SOUZA; DAL-RI MURCIA; MARCON, 2011).

Andrade e Rossetti (2004) afirmam que uma boa governança torna os negócios mais seguros e menos expostos a riscos externos ou de gestão, reforça competências para enfrentar níveis maiores de complexidade, amplia as bases estratégicas da criação de valor, é fator de harmonização de interesses e, ao contribuir para que os resultados corporativos se tornem menos voláteis, aumenta a confiança dos investidores. É possível ver, na Figura 1, como uma boa governança fortalece e é um fator de crescimento econômico do mercado de capitais.

Figura 1 - Efeitos da boa Governança Corporativa



Fonte: Andrade e Rossetti (2004, p. 346).

A baixa governança corporativa deprecia a captação de recursos nos mercados de capitais, forçando as empresas a se financiarem internamente ou recorrendo aos bancos. Inversamente, quando os investidores são protegidos da mistura de interesses, eles pagam mais pelos títulos, o que torna mais atrativo para empresas emití-los, aumentando assim o fluxo no mercado de capitais.

Para Silveira (2010), em relação ao conflito de interesses, é possível que as pessoas com poder decisório optem por cursos de ação que maximizam seu bem-estar pessoal ou o bem-estar do acionista que o elegeu, em detrimento do melhor resultado para a companhia. Isso pode acontecer em empresas com alta dispersão acionária, quando os executivos muitas vezes tomam decisões com o objetivo de maximizar os resultados de suas carreiras em detrimento do valor da companhia. Pode ocorrer também em empresas com alta concentração acionária, quando um acionista ou grupo de controle toma decisões com a finalidade de maximizar seu resultado individual, em detrimento dos demais acionistas.

Cabe um adendo, em que Silveira (2010) conclui que a governança corporativa adquire uma complexidade ainda maior nas empresas familiares. Além dos relacionamentos potencialmente conflituosos entre executivos, conselheiros e acionistas presentes em qualquer companhia, surge um fator complicador adicional: a família, incluindo os aspectos sentimentais do relacionamento entre parentes. A existência de fortes envolvimento afetivos entre os membros da alta gestão e a enorme concentração de poder nas mãos de um pequeno grupo de pessoas,³ características dessas empresas, gera riscos, oportunidades e desafios específicos.

As questões de governança são igualmente importantes para as empresas familiares de capital fechado. Assim como nas companhias abertas, será cada vez mais complexa a sua estrutura de propriedade, pulverizando-se ao longo das gerações. Como resultado, potenciais conflitos ocorrerão naturalmente, independentemente da decisão pela abertura de capital e

listagem em bolsa. (SILVEIRA, 2010). Assim também como ocorre com Empresas estatais (ibid.), as empresas sob controle estatal (ECEs) representam um peso substancial da composição do Ibovespa (22,8% em fevereiro de 2010). Logo, é importante para os investidores do mercado acionário que essas empresas sejam bem dirigidas, haja vista que surpresas desagradáveis terão impacto imediato em seu patrimônio. Segundo o desempenho das ECEs – que geralmente operam em setores estratégicos e de infraestrutura como os de energia, petróleo, transportes, saneamento e financeiro – tem impacto direto sobre a sociedade como numa espécie de “efeito cascata”, já que suas eventuais ineficiências serão transferidas para o preço de seus produtos e serviços, com efeitos sobre toda a cadeia produtiva. E, terceiro, é importante que o governo “de o exemplo”, se comportando bem em relação as suas atividades empresariais como forma de ter legitimidade para exigir que o setor privado aprimore a governança. Deve-se ainda destacar que, a medida que são adotadas boas práticas, aumenta também o controle da sociedade sobre o uso que o próprio Estado poderá fazer de tais companhias.

Num âmbito global, empresas de países emergentes tendem a selecionar mercados mais regulados para listarem suas ações, de forma que estes mercados podem garantir aos investidores que estes não serão expropriados, mercados estes de países que possuem leis que efetivamente protejam os investidores.

Tratar questões que incorporam crescimento e fortalecimento do mercado acionário envolve o exercício da governança corporativa. A esta afirmativa soma-se o fato de que estudos comprovam que os mercados de capitais mais desenvolvidos do mundo caracterizam com maior grau de importância as empresas que promovem uma maior disseminação de suas ações.

Segundo Silveira (2010), em relação aos benefícios externos, a ideia básica é que, em uma população de companhias, algumas se diferenciem como “empresas com boa governança”. Estas tornar-se-iam mais atraentes para os investidores, aumentando a quantidade de indivíduos interessados em comprar seus papéis. Como consequência da maior demanda dos investidores, haveria diminuição do custo de capital dessas companhias, tanto do custo do capital próprio (via ações), quanto do custo do capital de terceiros (via debêntures, bônus e empréstimos de longo prazo), resultando em um menor custo médio ponderado de capital – WACC (*weighted average cost of capital*). Como consequência imediata de um menor WACC, haveria um automático incremento no valor das companhias percebidas como “bem governadas”. Além do aumento do valor, a redução do custo de capital diminuiria a taxa mínima de atratividade (TMA), possibilitando a execução de mais projetos, bem como o aumento da rentabilidade dos projetos existentes (levando à maior competitividade da companhia).

Por fim, Silveira (2005) deixa claro que a discussão sobre governança corporativa surgiu como resposta a diversos registros de expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos executivos em empresas com estrutura de propriedade pulverizada e de acionistas minoritários por controladores em empresas com alta concentração acionária. Em suma, apesar de os executivos serem contratados para tomar decisões no sentido de maximizar a riqueza dos acionistas, eles muitas vezes acabam tornando decisões que maximizam sua utilidade pessoal, destruindo valor corporativo.

3.2 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE

Segundo Jensen e Meckling (1976) com o propósito de harmonizar os interesses entre os diversos acionistas, as organizações se utilizam da governança corporativa como um conjunto de mecanismos de incentivo e de controle. Esses mecanismos, internos e externos, buscam minimizar os conflitos existentes entre os gestores e os acionistas, assim como, entre

os próprios acionistas majoritários e minoritários incentivando os gestores a tomarem decisões em prol da maximização do valor da firma e de uma melhor alocação dos recursos. Mitigando, portanto, os custos decorrentes dessa relação de agência.

A utilização do termo “estrutura de propriedade”, em vez do termo tradicional “estrutura de capital”, pode ser considerada uma inovação do trabalho de Jensen e Meckling (1976), que assim o fazem, para destacar o fato de que as variáveis cruciais para serem determinadas não são utilizadas apenas as quantidades relativas de dívida e capital, mas também a fração do capital na posse do gestor.

Os autores Jensen e Meckling (1976), ainda mostram para o mundo três contribuições principais: 1) a criação de uma teoria de estrutura de propriedade das companhias baseada nos inevitáveis conflitos de interesse individuais e com predições testáveis empiricamente; 2) a definição de um novo conceito de custos de agência, mostrando sua relação com a separação entre propriedade e controle nas empresas; e 3) a elaboração de uma nova definição da firma, descrevendo-a como uma mera ficção legal que serve como um ponto de ligação (*nexus*) para um conjunto de relacionamentos contratuais entre os indivíduos.

No estudo de Di Miceli (2002) ele pode identificar algumas mudanças ocorridas nos anos noventa como o aumento da competitividade decorrente da maior estabilidade econômica e abertura de mercado, além da maior dificuldade de obtenção de financiamento estatal, têm levado as empresas brasileiras a uma necessidade crescente de acesso aos mercados de capitais nacionais e internacionais. Esta necessidade de obtenção de recursos ao menor custo possível tem motivado as empresas a adotarem novas práticas de governança corporativa, pressionando o atual modelo de governança brasileiro, principalmente nos aspectos de maior consideração dos interesses dos acionistas minoritários, maior transparência das informações ao mercado e profissionalização do Conselho de Administração”.

Para Silveira (2010), a presença de grandes acionistas controladores possui efeitos positivos e negativos esperados para as companhias. O principal efeito positivo esperado é o chamado efeito-incentivo. Por terem muitos recursos investidos na companhia, os grandes acionistas possuem maior incentivo para coletar informações e monitorar os executivos. Esse efeito baseia-se na hipótese de que, quanto maior a participação do controlador no capital total da empresa, maior o interesse pela maximização do valor corporativo. Assim, os grandes acionistas poderiam, em tese, contornar o problema de agência, já que buscam a maximização do valor e possuem o poder suficiente para terem seus objetivos de busca respeitados.

Além disso, a estrutura de propriedade da empresa também pode influenciar o comportamento dos gestores, reduzindo ou exacerbando potenciais conflitos de interesse. Estruturas de propriedade concentradas (com a presença de um forte acionista controlador) podem gerar maior monitoramento e cobrança de desempenho dos executivos. Por outro lado, podem levar a decisões prejudiciais em relação aos acionistas minoritários. Já estruturas de propriedade mais dispersas possuem outros benefícios e custos. Por um lado, podem resultar em companhias com administração mais profissional e ações mais líquidas. Por outro, podem dar margem a um poder excessivo nas mãos dos executivos, gerando sistemas de remuneração distorcidos e maior dificuldade para substituição de executivos ineficientes. (SILVEIRA, 2010).

A estrutura de propriedade pode influenciar o tipo de fraude que ocorre nas empresas, um efeito causa-consequência, como relata Coffee (2005). Em uma estrutura com propriedade dispersa, os gerentes corporativos tendem a se envolverem em ganhos de manipulação, enquanto em um exemplo de estrutura de propriedade concentrada, os acionistas controladores tendem a explorar os benefícios deste controle. A estrutura de propriedade concentrada está em sua maioria, nas empresas europeias, onde existe uma acionista ou acionista controlador. Estes não possuem mecanismos de controle indiretos, como compensação por ações ou opções a fim de incentivá-los. Assim eles podem também,

diferentemente do controle dos acionistas dispersos dos EUA, monitorar e substituir a gestão destes, de forma que os gestores empresariais terão menos oportunidades de fazer gerar ganhos, por não haver uma forma de compensação por isto. Todavia, isto traz algumas desvantagens, como o resultado de que acionistas controladores na Europa não são obcecados com o preço da ação e raramente se envolvem em táticas para aumento do preço. Existem exceções de ambos os lados e também não é possível falar que os gestores europeus são mais éticos que os americanos.

A propriedade concentrada alenta um tipo diferente de superação financeira, comumente em mercados emergentes ocorre através de transações financeiras a expropriação de benefícios. Coffee (2005) cita, através de uma oferta pública, seguida de uma oferta coerciva para forçar os acionistas minoritários a um preço inferior ao justo de mercado. Ou então nas economias mais desenvolvidas, os acionistas controladores podem obrigar a empresa a vender sua produção, ou comprar matérias-primas de uma empresa que possuem. A diferença chave é que nos sistemas dispersos de propriedade os vilões são os gestores e as vítimas, os acionistas. Enquanto na propriedade concentrada, os acionistas controladores coagem os acionistas minoritários. Em suma, as proteções de governança que funcionam em um sistema, podem falhar em outro, desta forma sempre é mais importante possuir uma estrutura de propriedade definida do que permitir a existência de manipulação de renda e da extração de benefícios privados.

Por fim, Jensen e Meckling (1976) ainda contribuem, ao lembrar que a existência de uma vantagem fiscal para financiamento da dívida não significa necessariamente que as empresas devem em todos os momentos procurar usar o montante máximo da dívida em suas estruturas de capital. Existem limitações imposta pelos credores, e muitas outras dimensões e tipos (de custos) de mundo real, como problemas de estratégia financeira que não são totalmente compreendidas no âmbito da estatística de modelos de equilíbrio, ou aqueles da variedade tradicional. Estas considerações, que normalmente são agrupadas sob "a necessidade de preservar flexibilidade", normalmente traz uma sensação da manutenção pela corporação de uma reserva substancial de poder de empréstimo inexplorado.

3.2.1 A estrutura de propriedade como variável endógena

De acordo com Okimura, Silveira e Rocha (2004) o exame das implicações da concentração de propriedade no valor e desempenho corporativo, parte da hipótese de que a estrutura de propriedade seja exógena, isto é, de que não seja afetada pelas próprias variáveis de valor e/ou desempenho da empresa. Essa hipótese pode ser questionada de várias formas, como, por exemplo, no caso de determinados grupos de investidores, tanto externos quanto internos, que selecionam as empresas de suas carteiras de investimento, usando como critério o desempenho e escolhendo as melhores – o que com certeza afetaria a variável de concentração de propriedade.

A dispersão acionária leva a premissa existente de que o controle difuso da companhia resulta em maior demanda por uma administração eficiente dos negócios. Minimiza a interferência interna, aumentando a independência e gera mais governança. No caso, o problema de gestão ocorreu mesmo havendo alta dispersão de propriedade. Característica essa que exige uma maior eficiência da administração. O regulamento do segmento de Novo Mercado da Bolsa Brasileira faz menção sobre a dispersão acionária, de forma que em toda e qualquer oferta pública de distribuição de ações, a Companhia deverá envidar melhores esforços com o fim de alcançar dispersão acionária, com adoção de procedimentos especiais, os quais constarão no respectivo prospecto, como por exemplo, os abaixo indicados: (i) garantia de acesso a todos os investidores interessados; ou (ii) distribuição a pessoas físicas ou investidores não institucionais de, no mínimo, 10% (dez por cento) do total a ser distribuído.

(BM&FBOVESPA, 2011) No caso da BRF existe uma concentração de grandes fundos gerindo a BRF. Existe a concentração embora não sejam majoritários (com mais de 50% das ações). Elas têm concentração e gerem ativamente as decisões da BRF, inclusive com conselheiros nomeados pelos próprios fundos. Dispersão é bom, mas em um limite. A partir deste limite haverá muitos acionistas que irão querer agir ativamente na empresa. Jensen e Meckling (2008) afirmam que é provável que a maioria dos conflitos mais importantes sejam provenientes do fato de que, à medida que o direito pela propriedade do administrador diminui, o seu incentivo a dedicar um esforço expressivo a atividades criativas como buscar novos empreendimentos lucrativos também diminui. Ele pode, na verdade, evitar esses empreendimentos simplesmente porque implicaria muita preocupação ou esforço de sua parte administrar ou aprender as novas tecnologias.

Segundo Di Miceli (2002) os benefícios de se ter um grande acionista controlador principalmente como monitor mais eficaz dos gestores da companhia por ter grande parte dos seus recursos nela alocados, são reduzidos em grande parte no Brasil pois, apesar da grande concentração das ações ordinárias, a emissão de grande percentual de ações sem direito a voto (ações preferenciais) e a utilização de esquemas piramidais (holdings que controlam holdings que controlam empresas) faz com que muitos controladores sejam, de fato, acionistas minoritários das empresas controladas, por não possuírem a maioria do capital social da empresa. Esta situação gera uma combinação de muito poder com baixa alocação de recursos próprios na empresa, diminuindo os benefícios de se ter um acionista controlador.

Para De Souza, Dal-Ri Murcia e Marcon (2011, p. 63), “pode-se dizer que o investidor racional, que tem consciência de sua desvantagem informacional perante os controladores, apenas optará em investir na empresa caso suas incertezas sejam reduzidas a um nível satisfatório [...]”.

3.2.2 Concentração de propriedade

Com relação a propriedade institucional, as implicações são de agência, como a concentração de propriedade: é crucial na redução do comportamento oportunista dos gestores, podendo alguns investidores ter mais incentivos para monitorar do que outros. Grandes acionistas: são mais propensos em monitorar para proteger seu investimento e também assumem maior custo de monitoramento. Concentração da participação na carteira: grandes investidores institucionais focarão seus esforços de monitoramento nas explorações maiores em suas carteiras. Enquanto a participação acionária no nível da empresa está associada ao aumento do monitoramento da atividade, a concentração da carteira de investidores representa uma dinâmica importante que também afeta a tomada de decisão da empresa (HADANI, 2012).

“A estrutura de propriedade apresenta, de modo geral, grau de concentração elevado. Desse modo a separação entre a gestão e o controle não é regra” (DA SILVA et al., 2015, p. 69). Assim como na maioria dos países emergentes, as companhias brasileiras sempre se caracterizaram por elevada concentração acionária e presença de um acionista majoritário bem definido. Consequentemente, o principal conflito de agência no país dá-se entre acionistas controladores e minoritários, tendo sido este tradicionalmente o foco das discussões sobre governança corporativa (SILVEIRA, 2010).

De acordo com Okimura, Silveira e Rocha (2004), quanto ao tipo de controlador, a literatura costuma classificar cinco tipos de acionistas controladores como relevantes: um indivíduo ou família controlador, investidor institucional (como fundos de pensão), instituição financeira (como bancos, seguradoras etc.), o governo e a categoria de grupo de investidores (como *holdings* corporativas, empresas detentoras de participações em outras empresas, tanto

nacionais como estrangeiras). A ideia por trás dessa classificação é a de que os efeitos do acionista controlador no desempenho das empresas podem variar de acordo com a classificação do controlador.

A concentração acionária também apresenta seus revezes. Os grandes acionistas podem preferir os benefícios privados, à custa dos demais investidores, do que o bem comum da sociedade. Há o chamado “efeito entrincheiramento”, pelo qual, dado o maior controle mantido pelo acionista controlador, maior são as chances de que este prive os demais acionistas para que seus desejos pessoais sejam colocados na frente. (SILVEIRA, 2010)

Para Okimura, Silveira e Rocha (2004) o poder de controle que um acionista controlador pode ter possibilita o uso dos recursos da empresa em benefício próprio, enquanto outros acionistas da empresa arquem parcialmente com os custos. Entretanto, em países com baixa proteção legal para os investidores, a concentração da propriedade parece ser uma resposta do mercado para minimizar a probabilidade de expropriação por parte dos administradores em detrimento dos acionistas. Desta forma, a presença de acionistas controladores está associada duplamente a saios e benefícios para a empresa, com o efeito ‘líquido’ sobre o valor e desempenho das empresas, colocando-se como assunto essencialmente empírico na atualidade. Nos últimos anos, vasto número de estudos foi publicado nesse sentido, porém conclusões definitivas e completas em relação ao efeito de controladores sobre valor e desempenho de empresas ainda não puderam ser estabelecidas, uma vez que muitos estudos diferem na amostragem e na abordagem.

Para Silveira (2010), outro custo importante da presença de acionistas majoritários é que estes não são diversificados. Como resultado, o fato de terem grande parte de sua carteira pessoal investida numa determinada empresa pode levá-los a minimizar seu risco por meio da diversificação excessiva das atividades ou pelo excesso de conservadorismo nos projetos empreendidos. Logo, os custos potenciais dos grandes acionistas são a expropriação dos outros investidores e a ineficiência resultante da busca por objetivos pessoais não maximizadores de valor.

Uma das principais razões para o maior apetite de estrangeiros por empresas do a firme valorização do dólar ante o real. Ativos brasileiros, cotados em real, se tornaram bem mais baratos para os estrangeiros, que pagam em dólar. Em contrapartida, o enfraquecimento de alguns pilares econômicos do País, os juros altos e o aumento da inflação acabam por atingir algumas empresas do setor mais endividadas.

4. DISCUSSÕES E CONCLUSÃO

Do ponto de vista do investidor, a governança representa um fator para análise do risco, ou uma probabilidade de perda ou expropriação do seu capital investido. Esse fator de risco se reduz à medida que as empresas adotam melhores práticas, já que passam a ter menor chance de acontecimentos desagradáveis em função da melhoria dos controles internos, conselhos mais ativos e independentes e maior transparência. Como um dos princípios básicos de finanças é que risco e retorno esperado devem andar de mãos dadas. Como o retorno esperado das ações é utilizado como medida de custo do capital próprio, um maior retorno esperado significaria um maior custo do capital próprio para as empresas com melhores práticas de governança, algo simplesmente ilógico.

Conforme presenciado no referencial teórico, uma melhor governança deveria levar a um menor retorno esperado das ações e, portanto, um maior valor relativo de tais empresas, decorrente da maior confiança dos investidores. Porém, o que ocorre, e que dá um aspecto controverso aos praticantes de mercado, é que o aprimoramento da governança deve ocasionar uma redução do risco percebido do negócio, ocasionando um efeito discreto positivo no preço das ações e, portanto, maior retorno durante o período de melhorias. Em resumo, são os

aprimoramentos de governança que devem levar a um maior retorno das ações, por consequência da redução do patamar de risco do negócio. Podemos observar olhando para trás, que muitas vezes empresas com melhores práticas de governança possuem um retorno superior das ações. Porém, esse retorno é decorrente das melhorias obtidas no período, que levaram essas empresas a apresentarem maiores múltiplos de mercado hoje. E assim, quando se olha para frente, não se deveria esperar retornos necessariamente maiores novamente, e é muito provável que se tornem menores, em função do menor risco/custo de capital.

Por fim, outro fator para a análise de um ambiente de governança corporativa: é provável que o aprimoramento do modelo de governança tenda a levar não apenas a uma diminuição do risco nas empresas, mas também a melhores decisões de negócio na alta gestão, decorrentes de processos decisórios mais bem estruturados e da melhor qualidade das discussões. Como consequência, tais empresas tenderiam a aumentar o número de acontecimentos positivos no futuro, o que levaria a aumentos de preço das ações em tais ocasiões. É recomendável olhar o retorno ajustado ao risco das empresas com padrões superiores de governança em vez dos retornos efetivos. Em suma, as empresas com melhores práticas de governança deveriam apresentar um maior retorno ajustado ao risco ao longo do tempo, o que eventualmente seria plenamente compatível com retornos nominais de suas ações menores que o de outras empresas. (SILVEIRA, 2010)

As investigações acadêmicas deste artigo buscaram trazer contribuições ao desenvolvimento do conhecimento e devem seguir o rigor científico para que seus resultados possam ser considerados válidos e condizentes aos objetivos propostos. A metodologia visou certificar que tal rigor fosse respeitado durante as fases de levantamento e análise dos dados. Este trabalho teve como objetivo analisar a estrutura de propriedade como um mecanismo de governança corporativa no mercado de capitais Brasileiro.

A estrutura delineada nas páginas acima é aplicável a uma ampla gama de corporações. Uma das limitações da análise é que, tal como está, não está aplicada a uma grande corporação moderna cujos gestores possuem pouco ou nenhum capital. Cabe assim a ser trabalhado em detalhe em um artigo futuro.

REFERÊNCIAS

ALBERTON, A.; MOLETA, A. M. C.; MARCON, R. Os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa Blindam as Firms Contra Crises Financeiras? Uma Análise da Crise Financeira de 2008. **Pensar Contábil**, v. 13, n. 51, p. 56-64, 2011.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa**: fundamentos, desenvolvimento e tendências. São Paulo: Atlas, 2004.

BM&FBOVESPA. (2011). Regulamento de listagem do novo mercado. Recuperado em 20 set 2017 de <http://www.bmfbovespa.com.br>.

COFFEE, J. C. A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ". Columbia Law and Economics. **Working Paper**, 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=694581>>. Acesso em 8 jan. 2020.

DA SILVA, A. L. P.; BUENO, G.; LANA, J.; KOETZ, C. M.; MARCON, R. Uns Mais Iguais que Outros: a Relação entre Concentração de Propriedade e os Acordos de Acionistas. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 18, n. 3, p. 85-104, 2015.

DE SOUZA, E. M.; MARCON, R. Estrutura de Propriedade Dispersa e Liquidez em Bolsa: Relação Duradoura ou Mera Coincidência? **TAC**, v. 3, n. 1, p. 42-61, 2013.

RAGC, v.8, n.34, p.111-121/2020

DE SOUZA, F. C.; MURCIA, F. D.; MARCON, R. Bonding Hypothesis: Análise da Relação Entre Disclosure, Governança Corporativa e Internacionalização de Companhias Abertas no Brasil. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 14, n. 2, p. 62– 81, 2011.

DI MICELI, A. **Governança Corporativa, desempenho e o valor da empresa no Brasil**. 2002. 165f. Dissertação. Universidade de São Paulo, São Paulo.

GAMA, M. A. B.; LANA, J.; BANDEIRA-DE-MELLO, R. Internacionalização de business group: a escolha do país de destino pela distância institucional. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 18, n. 61, p. 327-347, 2016.

HADANI M. Institutional ownership monitoring and corporate political activity: Governance implications. **Journal of Business Research**, v. 65, p. 944-950, 2012.

JENSEN, M.C.; MECKLING, W. H. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estruturas de propriedade. **RAE-Clássicos**, v. 48, n. 2, p. 87-124, 2008.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

MARTINS, F.F.; MARCOS, R.; LANA, J.; XAVIER, W.G.; BANDEIRA-DE-MELLO, R. Conexões Políticas e a Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras. **Anais do XXXVII Encontro da ANPAD**, Rio de Janeiro: 2013, p. 1-16.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **RAC-Eletrônica**, v. 1, n. 1), p. 119-135, 2007.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. M. Governança Corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 79-86, 2008.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. Tese. Fea/Usf, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa: desempenho e o valor da empresa no Brasil** – São Paulo: Saint Paul Editora, 2005.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. - Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.