

# GOVERNANÇA CORPORATIVA: CUSTOS DE AGÊNCIA E ESTRUTURA DE PROPRIEDADE

**Richard Saito**

FGV-EAESP

E-mail: richard.saito@fgv.br

**Alexandre Di Miceli da Silveira**

FEA-USP

E-mail: alexfea@usp.br

## INTRODUÇÃO

A estrutura de propriedade e os conflitos de interesse na alta gestão das empresas sempre estiveram no centro das discussões sobre governança corporativa. O próprio trabalho de Berle e Means (1932), considerado por muitos o marco inicial em governança corporativa, teve como objetivo analisar empiricamente a composição acionária das grandes empresas norte-americanas e discutir os inevitáveis conflitos de interesse que estruturas de propriedade pulverizadas, tais como as encontradas, poderiam acarretar para o desempenho e valor das companhias. Por meio de sua obra *The Modern Corporation and Private Property*, Berle e Means (1932) foram os primeiros a discutir os benefícios e custos potenciais da separação entre propriedade e controle já vigente em algumas grandes corporações. Entre os custos potenciais, os autores observaram que a pulverização da propriedade fortaleceria o poder dos gestores, aumentando as chances de os mesmos agirem em seu próprio interesse, e não no interesse dos acionistas.

O desenvolvimento da linha de pesquisa em governança corporativa dependia, portanto, 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. Durante o século

XX, desenvolveram-se estudos em áreas correlatas que ampliaram a compreensão do funcionamento das empresas. Entre esses estudos, destacam-se os trabalhos sobre direitos de propriedade e teoria dos contratos de Coase (1937, 1960), Alchian (1965, 1968), Alchian e Demsetz (1972), Preston (1975) e Klein (1976), e os trabalhos pioneiros sobre custos de agência de Wilson (1968), Ross (1973) e Heckerman (1975).

Apesar da indiscutível relevância dos trabalhos anteriores, o trabalho de Jensen e Meckling (1976) é, sob o ponto de vista da economia financeira, considerado seminal na linha de pesquisa em governança corporativa, um verdadeiro divisor de águas a partir do qual foram desenvolvidos inúmeros trabalhos empíricos e geradas novas modelagens teóricas. Especificamente, o trabalho de Jensen e Meckling (1976) apresentou três contribuições principais: i) a criação de uma teoria de estrutura de propriedade das companhias baseada nos inevitáveis conflitos de interesse individuais e com predições testáveis empiricamente; ii) a definição de um novo conceito de custos de agência, mostrando sua relação com a separação entre propriedade e controle presente nas empresas; e iii) 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. Sob uma perspectiva mais ampla, o trabalho de Jensen e Meckling (1976) contribuiu para a própria definição do termo “governança corpora-

tiva”, que passou gradativamente a ser visto como “um conjunto de mecanismos internos e externos, de incentivo e controle, que visam a minimizar os custos decorrentes do problema de agência”.

A própria 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). De acordo com os autores, a expressão “estrutura de propriedade” é mais adequada haja vista que o artigo não investiga a relação entre as quantidades de dívidas (empréstimos, bônus, etc.) e ações, mas sim a relação entre a quantidade de recursos alocados por acionistas internos (gestores da companhia) e externos (investidores sem atuação na gestão).

A definição da firma apresentada lança luz sobre temas-chave centrais e atuais em governança corporativa, como a definição da função-objetivo corporativa e a pretensa “responsabilidade social” das empresas. De acordo com os Jensen e Meckling (1976), visualizar a firma como um *nexus* de contratos entre os indivíduos também deixa claro que a personalização da empresa, feita com perguntas como “qual deve ser a função-objetivo da firma?”, e “a firma deve ter uma responsabilidade social?”, é seriamente enganosa e sem sentido. Segundo os autores, a empresa não é um indivíduo, mas sim apenas uma ficção legal que serve como foco para um processo complexo no qual os objetivos conflitantes dos indivíduos são trazidos ao equilíbrio dentro de uma estrutura de relações contratuais.

Tão importante quanto a formulação de novas teorias é a verificação empírica de sua consistência. Nesse sentido, o artigo de Morck, Shleifer e Vishny (1988) complementa o trabalho de Jensen e Meckling (1976) ao testar uma das principais predições de sua teoria da estrutura de propriedade: a de que o valor da firma deve aumentar em função de uma maior posse de ações por parte dos gestores, tendo em vista a maior convergência de interesses entre executivos e acionistas e os menores custos de agência esperados. Além de complementar o trabalho teórico de Jensen e Meckling, o estudo de Morck e outros (1988) é considerado fundamental por ter servido como exemplo metodológico para inúmeros trabalhos empíricos subsequentes em governança corporativa desenvolvidos em todo o mundo.

Este ensaio é estruturado da seguinte forma: a seção 2 apresenta os pontos centrais da teoria de Jensen e Meckling (1976); a seção 3 descreve a verificação empírica empreendida por Morck, Shleifer e Vishny (1988); e a seção 4 apresenta as conclusões.

## A TEORIA DE JENSEN E MECKLING

O artigo de Jensen e Meckling (1976) é dividido em sete seções. A seção inicial situa o trabalho dentro da linha de pesquisa da teoria da firma e descreve o teor dos relacionamentos e custos de agência presentes nas organizações. A seção 2 analisa os custos de agência entre gestores e acionistas. A seção 3 analisa o papel da responsabilidade limitada para a existência da corporação moderna. A seção 4 analisa os custos de agência entre credores e acionistas. A seção 5 apresenta uma síntese dos conceitos fundamentais descritos anteriormente e formaliza a teoria da estrutura de propriedade criada pelos autores, que é baseada nos *trade-offs* disponíveis para o empreendedor/gestor entre a manutenção de ações em sua posse, emissão de ações para investidores externos ou emissão de títulos de dívida. A seção 6 apresenta extensões da análise realizada, inclusive a possível aplicação em outras formas de organização. A seção 7 sintetiza as principais conclusões do trabalho.

Um ponto-chave que marca a seção inicial do trabalho de Jensen e Meckling (1976) é a sua definição conceitual do relacionamento de agência ou do agente principal. Os autores definem um relacionamento de agência como “um contrato onde uma ou mais pessoas – o principal – engajam outra pessoa – o agente – para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisão pelo agente”. Se ambas as partes agem tendo em vista a maximização das suas utilidades pessoais, existe uma boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal. No caso da relação entre acionistas e gestores, os acionistas poderiam limitar as divergências monitorando as atividades dos executivos e estabelecendo incentivos contratuais apropriados a eles. Dessa forma, os acionistas incorreriam em custos para alinhar os interesses dos gestores aos seus, que são chamados de custos de agência. Segundo Jensen e Meckling (1976, p. 308), os custos de agência são a soma dos:

- custos de elaboração e estruturação de contratos entre o principal e o agente;
- despesas de monitoramento das atividades dos agentes pelo principal;
- gastos realizados pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais a ele;
- perdas residuais, provenientes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

De acordo com Jensen e Meckling (1976), os custos de agência surgem em qualquer situação envolvendo esforço cooperativo entre duas ou mais pessoas. Assim, a definição de custos de agência de Jensen e Meckling (1976) é muito próxima do problema de monitoramento em uma equipe de produção levantado por Alchian e Demsetz (1972) no seu trabalho sobre teoria da firma.

Após apresentar seu conceito sobre os custos de agência, os autores partem na seção 2 para a modelagem conceitual do relacionamento de agência entre acionistas e gestores que levará à criação da sua teoria de estrutura de propriedade. Jensen e Meckling (1976, p. 312) iniciam sua formalização analisando o nível de utilidade percebido por um acionista único, o qual também atua como gestor principal de uma firma hipotética. Nesse caso, buscando a máxima utilidade para si, esse indivíduo acumulará uma certa quantidade de benefícios pecuniários e não pecuniários derivados de sua atividade de gerenciamento da empresa. Entre os benefícios não pecuniários, incluem-se elementos de *status*, como o respeito dos funcionários e a autoridade sobre eles, um local de trabalho confortável, acesso a “mordomias”, etc. Dando prosseguimento ao seu raciocínio, na ausência de impostos, a combinação ótima dos benefícios pecuniários e não pecuniários será atingida quando a utilidade marginal de uma unidade monetária adicional de gastos com ambos os tipos de benefícios (descontando-se quaisquer impactos sobre a produtividade) for igual, igualando-se ainda à utilidade marginal proporcionada por uma unidade monetária adicional de riqueza. Em outras palavras, podemos afirmar que cada unidade monetária despendida com benefícios “supérfluos” (que não contribuem para uma maior produtividade da firma) reduz na mesma proporção a riqueza disponível para o acionista. Enquanto os referidos benefícios fornecerem uma utilidade marginal superior à fornecida pela riqueza disponível, o acionista continuará acumulando-os até o ponto em que as utilidades marginais se igualarão.

Na seqüência, os autores analisam o momento no qual o acionista/gestor inicial desfaz-se de parte de suas ações, negociando-as no mercado. Quando ocorre o lançamento das ações, a situação de equilíbrio descrita acima se altera. Agora, ele não mais terá uma redução de riqueza na mesma proporção em que aumentam seus benefícios pecuniários e não pecuniários. Suponhamos, por exemplo, que ele detenha 80% das ações da empresa. Sendo o principal gestor do negócio, poderá acumular benefícios para si, aumentando sua utilidade total. Todavia, arcará com apenas 80% dos custos associados a essas despesas. Ou seja, para cada real extra desperdiçado em gastos improdutivos, sua riqueza será reduzida em 80 centavos. O res-

tante será absorvido pelos outros acionistas. Nesse caso, o administrador tenderá a aumentar o volume de benefícios acumulados, estabelecendo-se o conflito de interesses. No limite, quando os gestores da firma não participam de sua propriedade, o nível de despesas supérfluas será o maior possível (dentro do critério de maximização da utilidade), já que não representarão custos para estes.

Partindo desse raciocínio, Jensen e Meckling (1976) desenvolvem sua teoria sobre as implicações do relacionamento de agência entre os gestores e os proprietários da firma. Por meio da análise microeconômica, os autores procuram identificar os custos máximos e mínimos de agência e como eles serão levados em consideração pelo mercado. Como exemplo, caso os acionistas externos à empresa e com poucas chances de controle sobre as atividades dos gestores percebam a existência de elevados custos de agência, poderão descontá-los do preço das ações no momento em que a empresa quiser captar recursos no mercado, transferindo, dessa forma, os referidos custos para a própria empresa.

Na seqüência do artigo (seção 4), Jensen e Meckling (1976, p. 334) abordam o relacionamento de agência entre acionistas e credores da firma. De acordo com os autores, os acionistas, agindo em seu próprio interesse, poderão expropriar riqueza dos credores de diversas formas, sendo uma delas denominada estratégia egoísta número um: o incentivo que têm os acionistas a assumir riscos demasiadamente elevados utilizando o capital de terceiros.

Essa estratégia funcionaria da seguinte maneira: suponha uma situação na qual a empresa seja preponderantemente financiada por dívida. Nesse caso, é possível que os gestores, agindo em nome dos acionistas, escolham projetos mais arriscados do que gostariam os credores. A razão desse comportamento é que, para os acionistas, importará apenas a porção superior da distribuição de probabilidades do projeto, enquanto, para o credor, a porção relevante é a inferior. Em outras palavras, se o empreendimento resultar em sucesso, a maior parte dos ganhos irá para os acionistas, uma vez que os credores têm direito apenas à parcela fixa de juros. Por outro lado, se o resultado for um fracasso, a maior parte dos prejuízos recairá sobre os credores, no caso de a empresa não conseguir arcar com seus compromissos com eles. Essa configuração assimétrica da firma assemelha-se à de uma opção de compra. Se o resultado for satisfatório, a opção é exercida (ou seja, os acionistas pagam os credores e ficam com os ganhos residuais). Em caso de insucesso, não se exerce a opção (os credores não são pagos e têm de arcar com a maior parte dos prejuízos).

Uma segunda estratégia egoísta do acionista é a tendência ao subinvestimento quando a empresa está fortemente endividada e há uma probabilidade considerável de falência. Nessa situação, novos investimentos financiados com capital próprio deixarão de ser feitos, mesmo que possuam VPL positivo. Isso ocorre porque a maior parte ou mesmo todo o ganho com o projeto poderá ir para os credores (isto é, poderá ser absorvido no pagamento de juros), não interessando ao acionista. Por fim, Jensen e Meckling (1976) apresentam outro problema de agência entre credores e acionistas, denominado “incentivo ao esvaziamento da propriedade”. Nesse caso, na iminência da bancarrota, os acionistas poderão promover uma retirada maciça de capital próprio, via pagamento de dividendos extraordinários ou de outros meios, de forma a restar pouco para os credores quando da liquidação da firma.

Como solução para os problemas de agência entre gestores e acionistas e entre acionistas e credores, Jensen e Meckling (1976) afirmam na seção 5 que a redução dos problemas decorrentes dos conflitos de interesses entre principais e agentes pode ser alcançada das mais diversas maneiras (sempre envolvendo custos para uma ou ambas as partes), entre as quais: procedimentos de monitoração, restrições contratuais, elaboração periódica de diversos tipos de relatórios, realização de auditorias e criação de um sistema de incentivos que alinhem os interesses das partes divergentes.

## A VERIFICAÇÃO EMPÍRICA DE MORCK, SHLEIFER E VISHNY

O artigo de Morck e outros (1988) constitui um das primeiras verificações empíricas sobre a teoria da estrutura de propriedade formulada por Jensen e Meckling (1976), servindo como ponto de partida para um grande número de trabalhos empíricos na mesma linha de pesquisa desenvolvidos em todo o mundo ao longo dos últimos 20 anos. A pesquisa avalia a relação entre a concentração das ações em posse dos administradores (altos executivos e conselheiros de administração) e o valor de mercado das empresas. A análise foi realizada por meio de uma regressão múltipla estimada por mínimos quadrados ordinários (OLS) com dados de 371 grandes empresas pertencentes ao grupo da *Fortune 500*, referentes ao ano de 1980.

Como principal resultado, os autores encontraram uma relação não monotônica entre o percentual de ações em posse dos administradores e o valor de mercado das companhias (aproximado pelo Q de Tobin). Especificamente, constatou-se uma relação positiva entre o percentual de

ações em posse dos administradores e o Q de Tobin para uma concentração das ações de até 5% em sua posse, uma relação negativa entre 5 e 25%, e por fim uma relação novamente positiva, porém a uma taxa menor, após 25%. Além da concentração das ações em posse dos gestores, o estudo aborda a questão do tipo de controle, obtendo evidências de uma menor valorização de empresas antigas dirigidas por membros da família fundadora.

A utilização do Q de Tobin como medida de valor de mercado da empresa pode ser considerada uma inovação metodológica do estudo, haja vista que estudos anteriores na linha de pesquisa, como o trabalho de Demsetz e Lehn (1985), utilizaram taxas de rentabilidade operacional como medida de desempenho corporativo.

Conceitualmente, o trabalho testa duas hipóteses: a de “convergência de interesses” e a de “entrincheiramento”. A primeira hipótese foi formulada por Jensen e Meckling (1976) e prediz um aumento do valor de mercado das empresas em função de um aumento no percentual de ações em posse dos gestores. A hipótese de “entrincheiramento”, por sua vez, foi formulada a partir de observações realizadas por Demsetz (1983) e Fama e Jensen (1983). Essa hipótese parte da premissa de que um gestor com um percentual muito elevado de ações da empresa pode começar a influenciar suas decisões corporativas visando a se manter indefinidamente no cargo com um salário elevado. Assim, a hipótese de entrincheiramento prevê que os ativos corporativos podem se tornar menos valorizados caso o gestor se encontre em uma situação de ausência de mecanismos de controle e disciplina de mercado.

Em relação às implicações testáveis empiricamente, a hipótese de “comprometimento de interesses” prediz que um percentual maior de ações em posse dos gestores deveria ser associado com maior valor corporativo. Já a hipótese de “entrincheiramento” prediz que gestores mais entrincheirados acarretarão menor valor corporativo. Entretanto, as predições da hipótese de entrincheiramento não são tão diretamente testáveis, já que o grau de entrincheiramento de um gestor dependerá não apenas do percentual de ações em sua posse, mas também de outros fatores, como seu tempo no cargo, seu eventual *status* como empreendedor da firma, ou mesmo sua personalidade (que podem resultar em um alto nível de entrincheiramento). Em resumo, enquanto a hipótese de convergência de interesses sugere uma relação linear positiva entre o percentual de ações em posse dos gestores e o valor da firma, a hipótese de entrincheiramento sugere que o valor de mercado de uma empresa pode ser afetado de forma negativa por uma elevada concentração de ações em posse dos gestores.

Metodologicamente, um aspecto importante do trabalho foi a concepção do teste empírico visando a captar um eventual comportamento não monotônico entre as variáveis de interesse. Um estudo anterior na mesma linha de pesquisa, de Demsetz e Lehn (1985), estimou uma relação linear simples entre margem de lucro da empresa e concentração das ações em posse de grandes acionistas, não encontrando nenhuma relação significativa. De acordo com Morck e outros (1988), esses resultados podem ter ocorrido simplesmente em função da inadequada especificação linear da variável explanatória testada. Como os autores partiram da hipótese de um relacionamento não monotônico entre as variáveis de interesse, foram estimadas regressões lineares em três subconjuntos do domínio, de 0 a 5%, de 5 a 25% e acima de 25% de concentração das ações em posse dos gestores. Essa técnica, denominada função definida em pedaços lineares (*piecewise linear regressions*), fez com que os autores pudessem testar a presença de um relacionamento não monotônico com as variáveis independentes transformadas em três variáveis censuradas e contínuas distintas.

Os próprios autores reconhecem no trabalho que a argumentação teórica para as escolhas dos “pontos de quebra” em 5% e 25% não foi muito forte. O percentual de 5% foi escolhido porque é o ponto a partir do qual a Comissão de Valores Mobiliários norte-americana (SEC) considera que a propriedade se torna mais relevante, exigindo inclusive a divulgação pública da propriedade nas demonstrações financeiras. O percentual de 25% foi escolhido em função de um trabalho de Weston (1979), que mostrou que empresas com concentração das ações em posse dos gestores acima da faixa de 20–30% têm suas chances de passar por um processo de aquisição hostil (*takeover*) reduzidas a praticamente zero. Deve-se destacar que os autores realizaram testes de robustez com especificações diferentes e diferentes “pontos de quebra” das funções (2,5%, 7,5%, 20%, 30%), encontrando resultados similares, porém com menor significância estatística.

Em relação à estrutura, o trabalho é dividido da seguinte forma: a seção 2 apresenta os resultados da relação entre o Q de Tobin e o percentual de ações em posse dos conselheiros de administração. À época da coleta dos dados (1980), os conselhos norte-americanos eram compostos em sua grande maioria pelos próprios altos executivos da empresa. Dessa forma, a relação testada entre a posse de ações dos conselheiros de administração e o valor da empresa é muito próxima da relação entre o percentual de ações dos gestores da companhia e o valor de mercado. A fim de tornar a interpretação dos resultados mais próxima da realidade corporativa atual, serão utilizados doravante

os termos “administradores” ou “gestores” (conselheiros e diretores) para descrever os relacionamentos entre estrutura de propriedade e valor da firma. A seção 3 apresenta dois conjuntos de resultados. Inicialmente, faz-se uma análise desagregada da relação entre o Q de Tobin e a posse de ações apenas dos dois executivos mais importantes da organização. Na seqüência, avalia-se a relação entre o Q de Tobin e a presença de uma pessoa da família fundadora no comando da companhia.

Os resultados da seção 2 são os mais relevantes do trabalho. Nessa seção, Morck e outros (1988) observaram um relacionamento positivo entre a concentração da propriedade e o valor da firma para a faixa de 0 a 5% de ações em posse dos administradores, uma relação negativa para a faixa de 5 a 25%, e novamente uma relação positiva, porém menos acentuada que a primeira, para a faixa superior a 25% das ações em posse dos administradores.

Os resultados foram interpretados por Morck, Shleifer e Vishny (1988, p. 301) da seguinte forma: o incremento inicial do Q de Tobin com o aumento da propriedade dos gestores até 5% reflete seu maior incentivo em maximizar o valor da empresa na medida em que sua participação acionária aumenta. Acima dos 5% de concentração da propriedade, entretanto, aumentos no percentual de ações dos gestores são associados com um aumento do seu entrincheiramento, por meio de ações como incremento do poder de voto, maior período no cargo, maior apego à companhia, e maior dominância dos conselheiros externos. Dessa forma, a concentração do poder de votos provavelmente não deve ser a única fonte de entrincheiramento, já que uma fatia de 5 a 10% das ações provavelmente não seria suficiente para assegurar a aprovação de matérias em assembleias de acionistas ou para evitar uma eventual aquisição hostil da companhia. Independentemente da fonte, alguma forma de entrincheiramento deve explicar a queda no valor dos ativos corporativos na medida em que a concentração das ações em posse dos gestores sobe de 5 a 25%. Ao longo dessa faixa, o efeito de incentivo deve continuar a ocorrer, sendo, entretanto, dominado pelo efeito entrincheiramento. Na medida em que a concentração das ações se aproxima dos 25%, o aumento do entrincheiramento dos administradores se torna cada vez menor em termos marginais. Assim, empresas com concentração das ações superiores a 25% (exemplo: 30%) não deveriam ter gestores significativamente mais entrincheirados do que empresas com uma concentração das ações pouco inferior a 25% (exemplo: 20%). Como resultado, o retorno do incremento do Q de Tobin para níveis mais elevados de concentração das ações seria um indicador da volta da dominância do efeito “convergência de interesses” sobre o

efeito “entrincheiramento”. Em resumo, os autores acreditam que o efeito de convergência de interesses é relevante e está presente em toda a faixa de propriedade de maneira crescente e linear. Entretanto, os resultados mostram que este efeito parece ser sobrepujado pelo efeito entrincheiramento para faixas de 5 a 25%.

Na seção 3, Morck e outros (1988) realizam testes apenas com o percentual de ações dos dois principais executivos da corporação. Os resultados dessa análise desagregada se mostraram similares aos feitos com todo o grupo de conselheiros, inclusive conselheiros externos. A obtenção de resultados semelhantes com os dois grupos (altos executivos e conselheiros externos) tem uma implicação importante para toda a área de governança corporativa já que mostra que os conselheiros externos (em tese os principais representantes dos acionistas) estão sujeitos às mesmas virtudes (alinhamento de interesses em função da posição acionária) e aos mesmos problemas de entrincheiramento que os altos executivos.

A seção 3 conclui com um teste visando a verificar se a presença de algum alto executivo da família fundadora da companhia poderia influenciar seu valor de mercado. Nesse caso, a hipótese é que, independentemente da sua participação acionária, membros da família fundadora possuiriam uma chance maior de se tornarem entrincheirados devido ao seu apego à companhia e período no cargo. Para a realização desse teste adicional, os autores segregaram as empresas em dois grupos: antigas (fundadas antes de 1950, portanto com mais de 30 anos na época do teste) e novas (fundadas após 1950). Como resultado, observou-se um impacto negativo da presença de um membro da família fundadora nas empresas antigas. De maneira oposta, observou-se um impacto positivo dos membros das famílias fundadoras nas empresas jovens. Como explicação, os autores afirmam que, em empresas jovens, os fundadores podem ter um papel importante como empreendedores. Já em empresas antigas, os fundadores ou seus descendentes podem se tornar excessivamente entrincheirados, impactando negativamente o valor das empresas.

Nas conclusões, os autores argumentam que os resultados do seu estudo são compatíveis simultaneamente com as predições de Jensen e Meckling (1976) para baixos níveis de concentração da propriedade e com as predições de Stulz (1988) para níveis mais elevados de concentração das ações em posse dos gestores. Na mesma época, Stulz (1988) ofereceu uma teoria alternativa para a relação entre estrutura de propriedade e valor corporativo baseada na probabilidade de ocorrência de aquisições hostis (*takeover*). De acordo com Stulz (1988), a preferência dos gestores por controle (e sua conseqüente aversão a

propostas de aquisições hostis) forçaria eventuais adquirentes a oferecer prêmios mais elevados para a tomada de controle em empresas onde os gestores possuíssem um maior percentual das ações, levando a um aumento do valor da firma-alvo *ex-ante*. Entretanto, em empresas onde a participação acionária dos gestores fosse muito elevada, a chance de uma aquisição hostil com sucesso se reduziria fortemente, levando a um menor valor da firma *ex-ante* (sem a inclusão de nenhum prêmio para a tomada de controle).

Assim, a teoria de Stulz (1988) difere da teoria de Jensen e Meckling para a faixa inferior da concentração acionária ao argumentar que o aumento do bem-estar dos acionistas viria da maior resistência dos gestores a aquisições hostis em vez de um maior alinhamento de interesses. Entretanto, a teoria de Stulz (1988) é intimamente associada à hipótese de entrincheiramento na faixa superior de concentração das ações, na medida em que uma maior posse de ações dos gestores praticamente eliminaria as chances de sucesso de uma aquisição hostil, aumentando seu entrincheiramento.

Inúmeros trabalhos empíricos surgiram em todo o mundo tendo o estudo de Morck e outros (1988) como ponto de partida. Como principais trabalhos internacionais realizados com a mesma abordagem, destacam-se os de McConnel e Servaes (1990), Hermalin e Weisbach (1991) e Claessens e outros (2002). Quando parecia haver certo consenso sobre o impacto não monotônico da concentração da propriedade sobre o valor das empresas, surgiu no final dos anos 1990 uma nova leva de estudos com evidências de que a concentração da propriedade seria mais uma conseqüência de certos atributos corporativos (portanto uma variável endógena) do que a causa de maior valor de mercado. Entre esses estudos, geralmente realizados com procedimentos econométricos mais sofisticados, destacam-se os de Cho (1998), Himmelberg e outros (1999) e Demsetz e Villalonga (2001).

A idéia de que a concentração da propriedade seria uma variável endógena resultante de diversos atributos corporativos teve início com o artigo de Demsetz e Lehn (1985). Nesse trabalho, os pesquisadores formularam um modelo empírico no qual determinadas características das empresas ou dos setores em que atuam, como tamanho, risco e regulação do setor, poderiam ser determinantes do grau de concentração acionária. Em seu artigo seminal, os autores argumentavam que a causalidade da estrutura de propriedade sobre o desempenho seria potencialmente espúria, uma vez que a concentração das ações poderia ser uma variável endógena determinada por certas características das empresas.

No Brasil, diversos trabalhos foram desenvolvidos nos últimos anos na mesma linha de pesquisa, com destaque para os de Siffert Filho (1998), Valadares e Leal (2000) e Leal e outros (2002), Carvalhal da Silva e Leal (2003), Okimura (2003), Saito (2003), Silveira, Barros e Fama (2004), Silveira, Lanzana, Barros e Fama (2004), Procianny e Schnorrenberger (2004), Silveira (2006) e Okimura, Silveira e Rocha (2007).

No caso brasileiro, em que a concentração das ações se dá principalmente entre os acionistas controladores e não necessariamente entre os executivos da corporação, as predições de Morck e outros (1988) e Stulz (1988) foram adaptadas da seguinte forma: a estrutura de propriedade, quando concentrada em grandes acionistas, possui um aspecto positivo (efeito incentivo), na medida em que eles possuem tanto o interesse quanto o poder para monitorarem as ações dos gestores, pressionando-os a concentrar seus esforços na maximização da riqueza dos acionistas. Entretanto, a concentração de propriedade também tem um aspecto negativo, denominado efeito entrenchamento. Esse problema ocorreria quando, a partir de certa concentração da propriedade, os grandes acionistas passassem a perseguir a extração de benefícios privados do controle à custa dos demais investidores.

## CONCLUSÃO

Este texto introduz dois artigos considerados clássicos na literatura de governança corporativa: os trabalhos de Jensen e Meckling (1976) e Morck, Shleifer e Vishny (1988). Ambos são absolutamente complementares. Enquanto o primeiro desenvolve um modelo conceitual da estrutura de propriedade com base nos conflitos de agência inerentes a qualquer companhia, o segundo testa empiricamente as predições do primeiro, encontrando resultados relevantes que foram posteriormente incorporados para a formulação de teorias mais robustas.

Em relação à questão da estrutura de propriedade, ambos os artigos corroboram a idéia, bastante intuitiva, de que há um maior alinhamento de interesses na medida em que os tomadores de decisão do negócio são proprietários de um maior percentual de ações da empresa. Entretanto, um resultado interessante encontrado por Morck e outros (1988) e não previsto no artigo seminal de Jensen e Meckling (1976) é que um maior percentual de ações pode levar também a uma maior tendência de entrenchamento dos gestores, causando impacto negativo no valor da empresa. Esses estudos, portanto, representaram o ponto de partida para uma fecunda linha de pesquisa

que visa a avaliar o impacto da estrutura de propriedade sobre o valor das companhias. Mais recentemente, novos estudos realizados na área passaram inclusive a questionar a existência de alguma influência da estrutura de propriedade sobre o valor corporativo, argumentando que a alocação das ações entre os acionistas seria na verdade o resultado de diversas características corporativas, o que tornaria a concentração acionária uma variável endógena e não explanatória.

Em relação aos custos de agência, o equacionamento dos problemas de agência em toda a sua subjetividade e complexidade segue como um desafio a ser vencido. As análises de Jensen e Meckling (1976), embora fundamentais, podem ser consideradas tentativas iniciais de tratar a questão, já que até o momento não se chegou a modelos com fundamentação teórica segura que incluíssem prescrições para decisões ótimas acerca de temas-chave em governança corporativa, como estrutura de capital, remuneração dos gestores, políticas de investimento, *disclosure* e conselho de administração. Não se trata, portanto, de atestar a existência de problemas e custos de agência (que já foi verificada empiricamente por inúmeros estudos), mas de descobrir exatamente como eles se manifestam, qual sua relevância econômica e quais são os melhores mecanismos para mitigá-los.

## REFERÊNCIAS

- ALCHIAN, A. The basis of some recent advances in the theory of management of the firm. *Journal of Industrial Economics*, v. 14, n. 1, p. 30-44, 1965.
- ALCHIAN, A. Corporate management behavior and property rights. In: MANNE, H. (Ed). *Economic Policies and the Regulation of Securities*. Washington, DC: American Enterprise Institute, 1968.
- ALCHIAN, A.; DEMSETZ, H. Production, information costs and economic organization. *American Economic Review*, v. 62, n. 5, p. 777-795, 1972.
- BERLE, A.; MEANS, G. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan, 1932.
- DA SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. Corporate governance, market valuation and dividend policy in Brazil. Relatório Coppead n. 358, 2003.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P. H.; LANG, L. H. P. Disentangling the incentive and entrenchment effect of large shareholdings. *The Journal of Finance*, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002.
- COASE, R. The nature of the firm. *Economica*, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.

- COASE, R. The problem of social cost. *Journal of Law and Economics*, v. 3, n. 1, p. 1-44, 1960.
- CHO, M.-H. Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 47, p. 103-121, 1998.
- DEMSETZ, H. The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, v. 26, n. 2, p. 375-393, 1983.
- DEMSETZ, H.; LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, v. 93, n. 6, p. 1155-1177, 1985.
- DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B. Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, v. 7, n. 3, p. 209-233, 2001.
- FAMA, E.; JENSEN, M. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, v. 26, n. 2, p. 301-327, 1983.
- HERMALIN, B.; WEISBACH, M. The effect of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, v. 21, n. 4, p. 101-112, 1991.
- HIMMELBERG, C.; HUBBARD, G.; PALIA, D. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, v. 53, p. 353-384, 1999.
- 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.
- KLEIN, W. A. *Legal and economic perspectives on the firm*. Unpublished manuscript. Los Angeles: UCLA, 1976.
- LEAL, R. P.; CARVALHAL DA SILVA, A.; VALADARES, S. Estrutura de controle e propriedade das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.
- MCCONNELL, J.; SERVAES, H. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, v. 27, n. 1, p. 595-612, 1990.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 20, n. 1/2, p. 293-315, 1988.
- OKIMURA, R. T. *Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil*. 120 p. Dissertação de Mestrado em Administração. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.
- OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 1, p. 119-135, 2007.
- PRESTON, L. E. Corporation and society: the search for a paradigm. *Journal of Economic Literature*, v. 13, n. 2, p. 434-453, 1975.
- PROCIANOY, J. L.; SCHNORRENBERGER, A. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias abertas brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, v. 58, n. 1, p. 121-146, 2004.
- ROSS, S. A. The economic theory of agency: the principal's problem. *The American Economic Review*, v. 63, n. 2, Papers and Proceedings of the 85th ANNUAL MEETING OR THE AMERICAN ECONOMIC ASSOCIATION, p. 134-139, 1973.
- SAITO, R. Determinants of the differential pricing between voting and non-voting shares in Brazil. *Brazilian Review of Econometrics*, v. 23, n. 1, p. 77-111, 2003.
- SIFFERT FILHO, N. Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. *Revista do BNCDES*, n. 9, 1998.
- SILVEIRA, A. M.; LANZANA, A. P.; BARROS, L. A.; FAMÁ, R. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração da Universidade*, v. 39, n. 4, p. 362-372, 2004.
- SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A.; SILVEIRA, H. P. Determinantes da concentração do direito de controle nas companhias abertas brasileiras. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 4., Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro, 2004. (CD-ROM). Disponível em <http://www.sbfm.org.br/>. Acesso em 17.03.2008.
- SILVEIRA, A. Di M. *Governança corporativa e estrutura de propriedade*. 1ª ed. São Paulo: Saint Paul Institute of Finance, 2006. 250 p.
- STULZ, R. M. Managerial control of voting rights: financing policies and market of corporate control. *Journal of Financial Economics*, v. 20, n. 1, p. 25-54, 1988.
- VALADARES, S.; LEAL, R. P. Ownership and control structure of Brazilian companies. *Abante*, v. 3, n. 1, p. 29-56, 2000.
- WESTON, J. F. The tender takeover. *Mergers and Acquisitions*, p. 74-82, 1979.
- WILSON, R. On the theory of syndicates. *Econometrica*, v. 36, n. 1, p. 119-132, 1968.