

## **Governança corporativa; arena e contexto.**

**Autor:** Roberto Lamb

**Instituição:** Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS

**Endereço:** Rua Furriel Luiz A. de Vargas, 106/403, CEP 90.470-130 Porto Alegre, RS

**Fone/Fax:** 51-331-0448

**e-mail:** [lamb@orion.ufrgs.br](mailto:lamb@orion.ufrgs.br)

## **Ética e Transparência**

**RESUMO:** Neste artigo procura-se estabelecer um quadro conceitual para a abordagem do tema *Governança Corporativa*. O quadro de referência é a teoria da agência; o tema é tratado sob o enfoque da separação entre gestão e propriedade. O modelo contratual da empresa é utilizado: a empresa constitui-se de umnexo de contratos no centro dos quais estão os dirigentes. Os dirigentes têm a função de gestão na empresa, devendo mediar conflitos dentro da organização visando manter a empresa competitiva. A função propriedade é detida pelos acionistas. Os recursos para o funcionamento da empresa são fornecidos pelos acionistas controladores, por acionistas não controladores, por acionistas minoritários, por investidores credores e pelos bancos. Propriedade e gestão do capital são funções separadas, o que pode gerar conflitos de interesse. Nesse quadro, a Governança Corporativa é apresentada como um conjunto de instituições e práticas voltadas para o controle da eficiência do capital alocado à empresa e gerido pelos dirigentes ou controladores e, portanto, para a minimização do custo de capital das empresas.

O artigo explora alguns aspectos relativos à separação entre propriedade e gestão e modelos de risco de comportamento. A separação entre propriedade e gestão é tratada através dos conceitos de *usus*, *fructus* e *abusus* que, juntos, constituem a propriedade em sua plenitude. Os riscos de comportamento são tratados através dos conceitos de risco moral (*moral hazard*) seleção adversa (*adverse selection*) e do problema do caroneiro (*free rider*).

## GOVERNANÇA CORPORATIVA; ARENA E CONTEXTO.

### Sumário

Introdução.....	2
A função gestão nas organizações .....	3
O conflito dirigentes e proprietários e os direitos de propriedade.....	4
Os riscos de comportamento num ambiente de informações assimétricas.....	5
Riscos de comportamento.....	7
O risco moral.....	7
A seleção adversa.....	8
O risco do caroneiro.....	8
A teoria da agência e o controle dos dirigentes pelos acionistas.....	9
O conflito entre acionistas e dirigentes.....	9
Os mecanismos de controle previstos pela teoria da agência.....	11
Os sistemas de controle externos.....	11
Os sistemas de controle internos.....	12
Conclusões.....	13

### Introdução

*Governança corporativa* diz respeito às formas como os provedores de capital para empresas buscam assegurar o retorno de seu investimento. Como fazer com que os dirigentes ou controladores das empresas repassem uma parte dos lucros aos fornecedores de capital? Como assegurar que dirigentes ou controladores de empresas não roubem o capital investido na empresa e nem o invistam em maus projetos? Como os fornecedores de capital às empresas controlam seus dirigentes ou grupos de controle?<sup>1</sup>

Se os investidores nos mercados financeiros são agentes racionais, é de se esperar que os financiadores externos (acionistas não controladores ou credores) exigirão um prêmio de risco na precificação dos ativos adquiridos das empresas por investirem recursos sujeitos a riscos de expropriação de parte desses recursos por parte dos controladores da empresa. Nesta situação é normal esperar-se, portanto, o encarecimento do custo de capital das empresas relativamente a uma situação onde tais riscos sejam minimizados.

O estabelecimento de mecanismos efetivos para a governança das empresas propiciaria a minimização dos seus custos de financiamento com capital próprio externo ou com o capital de terceiros, contribuindo para a minimização do custo de capital das empresas. As empresas precisam portanto assegurar a seus provedores de capital que os recursos captados serão aplicados na geração de rendas que propiciem a liquidação das obrigações assumidas pela empresa e a criação de valor para seus acionistas.

---

<sup>1</sup> Schleifer e Vishni, 1996, p.2

A necessidade de assegurar tais mecanismos não necessariamente ocorre somente em empresas onde há plena separação entre propriedade e gestão. Ela pode ocorrer entre o acionista controlador e provedores externos de capital, como, por exemplo, os fundos de pensão, que tem condições de atuarem como investidores sofisticados. Ela ocorre também entre acionistas e credores. Ocorre ainda entre acionistas controladores e acionistas minoritários<sup>2</sup>.

Os mecanismos de governança constituem-se de mecanismos institucionais, legais e econômicos, passíveis de evolução. A livre competição por si só não cria os mecanismos que levam as empresas a criarem mecanismos de governança que favoreçam a captação de recursos a custos minimizados<sup>3</sup>.

O financiamento externo das empresas estabelece com os dirigentes ou acionistas controladores uma relação de cooperação e conflito. Schleifer e Vishni (*op.cit.*) apresentam essa situação da seguinte forma: os financiadores necessitam do capital humano dos dirigentes para gerarem o retorno de seus fundos, enquanto os dirigentes necessitam dos fundos dos financiadores para investir na empresa. Como podem os financiadores assegurarem-se de que após imobilizarem seus capitais na empresa não receberão apenas um papel sem valor em retorno?

As seções a seguir tratarão da separação entre gestão e propriedade, dos riscos de comportamento dos agentes no mercado financeiro e da teoria da agência.

### **A função gestão nas organizações**

A função gestão na empresa envolve a coordenação de ações coletivas voltadas para um fim a ser atingido dentro de um tempo limitado. O papel do gestor é dar uma resposta à uma situação que possui certa permanência.<sup>4</sup>

As organizações podem ser vistas como coalizões de indivíduos com objetivos por vezes divergentes. A empresa é uma organização que estrutura a aprendizagem coletiva como fonte de competitividade. Gestores usam orçamentos com elevado grau de arbítrio gerencial fazendo aceitar suas decisões no interesse coletivo da empresa por meio de negociações entre as partes interessadas na organização.

A evolução tecnológica modifica constantemente as estruturas organizacionais. O desenvolvimento da técnica, do escopo e das escalas de produção bem como o volume das necessidades de financiamento das empresas, inviabilizam a possibilidade da existência de um dirigente-proprietário em condições de exercer as funções gerenciais requeridas pelo ambiente concorrencial. A impossibilidade da condução das empresas no processo capitalista atual por dirigentes-proprietários criou a “firma gerencial”, que se caracteriza pela separação entre a função de propriedade (representada pelos acionistas, que assumem os riscos) e a função de decisão (representada pelos dirigentes, que assumem a gestão).

A separação da função propriedade da função gestão cria conflitos potenciais: enquanto os acionistas buscam maximizar o retorno do seu capital investido na empresa, os dirigentes poderão buscar maximizar sua utilidade pessoal (remuneração mais elevada e o máximo de retornos de outra natureza). Dirigentes poderão buscar fornecer a remuneração

---

<sup>2</sup> A questão dos minoritários pode ser mais complexa, pois se há o risco de os controladores explorarem os minoritários, também verifica-se a situação em que os minoritários se valem de direitos assegurados em lei para chantagear os dirigentes e controladores.

<sup>3</sup> Schleifer e Vishni, 1996, p.2.

<sup>4</sup> Esta seção foi desenvolvida com base em Parrat, 1999, p 19 a 25.

mínima exigida pelos acionistas mas, isso atendido, poderão voltar-se para gerir a empresa conforme suas próprias conveniências: podem buscar ampliar a participação da empresa no mercado, o que os pode valorizar no mercado de trabalho mas não proporcionar a lucratividade correspondente para os proprietários da empresa; podem procurar preferencialmente satisfazer o conjunto de interessados e coalizões que constituem a empresa, realizando arbitragens necessárias para satisfazer ao maior número de interessados incluindo a si próprios.

### **O conflito dirigentes e proprietários e os direitos de propriedade.**

As trocas entre os indivíduos podem ser vistas como intercâmbios de direitos de propriedade. É possível estabelecer uma tipologia da propriedade fundada em três grandes componentes<sup>5</sup>.

- *Usus*: o direito de utilizar um bem.
- *Fructus*: o direito de receber os frutos de um bem (as rendas de um bem).
- *Abusus*: o direito de vender um bem (disponibilidade de um bem).

A combinação desses três componentes dos direitos de propriedade varia conforme a firma:

- Na firma capitalista clássica, os três componentes são detidos pelo capitalista/proprietário.
- Na empresa gerencial o *fructus* e o *abusus* pertencem ao acionista enquanto que o *usus* pertence ao gerente. Os interesses dos dois são portanto diversos.
- Na empresa pública o *fructus* e o *abusus* pertencem poder público enquanto que o *usus* pertence aos funcionários.
- Nas cooperativas não há propriedade do *abusus*, a propriedade não pode ser cedida. O *fructus* pertence de forma coletiva aos associados e aos dirigentes. Na cooperativa os dirigentes podem buscar maximizar sua função utilidade como na empresa gerencial. O controle tende a ser pouco eficaz porque exercido por associados cooptados pelos dirigentes.

A decomposição dos direitos de propriedade entre várias pessoas tende a reduzir a eficiência da firma. Num grupo, os esforços e as recompensas podem ser díspares e não correlacionados; somente um dirigente que também seja proprietário, por ser o beneficiário da totalidade do lucro proporcionado por seus esforços, terá interesse em minimizar os desperdícios dentro da empresa. Conforme Jensen e Meckling<sup>6</sup>, os direitos individuais precisam ser especificados para determinar como custos e recompensas são distribuídos entre os participantes de qualquer organização. Nas empresas, estas especificações são feitas de forma explícita e implícita.

Nas sociedades anônimas gerenciais, a decomposição dos direitos de propriedade é fonte potencial de ineficiência. A assimetria informacional entre dirigentes e proprietários

---

<sup>5</sup> Parrat, 1999 p.27

<sup>6</sup> 1976, p.307.

permite aos primeiros transmitir aos segundos uma informação incompleta ou voluntariamente viesada.

Os acionistas ou proprietários são os credores residuais porque, tendo o controle da gestão, devem atender antes às demais partes interessadas, especialmente os credores, não remunerados pelo risco empresarial. Como os dirigentes têm parcela substancial de direitos residuais de controle dos acionistas, eles têm poder discricionário para alocar fundos segundo sua vontade. Podem existir limites especificados em contratos mas os dirigentes têm a maior parte dos direitos residuais de controle na empresa gerencial<sup>7</sup>.

Contratos entre investidores e dirigentes não devem dar margem a muitas interpretações caso acabem nos tribunais. Os investidores podem ser em grande número e pulverizados, o que torna difícil o exercício de direitos. Investidores individuais externos à empresa enfrentam o problema do caroneiro<sup>8</sup>, para controlarem as empresas que financiaram. Os dirigentes acabam tendo mais liberdade e mais poder para utilizar os recursos da empresa do que teriam se a justiça ou os provedores de recursos efetivamente pudessem ser envolvidos na execução detalhada dos contratos.

Controladores podem expropriar os investidores através de esquemas de pirâmides de empresas, podem também sumir com o dinheiro através de preços de transferência; podem estabelecer empresas independentes, de sua propriedade, a quem vendem o produto da empresa a preços abaixo dos preços de mercado, podem vender os ativos da empresa para outra empresa do controlador, podem adquirir ativos de uma outra empresa a preços excessivamente altos, de forma a diluir o valor das posições dos acionistas da empresa, podem estabelecer esquemas exagerados de compensação de executivos; podem exagerar em luxos para si, podem expandir a empresa além do que é racional, podem implantar projetos duvidosos, etc. Podem ainda prejudicar os acionistas aferrando-se a seus cargos, permanecendo nos postos quando já não têm mais competência para produzir valor.

Investidores racionais percebem os riscos decorrentes da separação entre propriedade e gestão. Como então explicar que em mercados desenvolvidos, bilhões em recursos de acionistas pulverizados e bilhões em títulos de dívidas sejam investidos em empresas conduzidas por gestores que não detém ou detém capital numa parcela que pode ser ínfima na empresa? Para Jensen e Meckling<sup>9</sup> e para Jensen<sup>10</sup> os custos derivados desses riscos (que em seguida indentificaremos como custos de agência ) são identificados nesses mercados, e, justamente por esta clara identificação, mecanismos institucionais e estatutários, bem como a engenhosidade no desenvolvimento de arranjos contratuais foram desenvolvidos. Isto minimiza os custos de agência, permitindo o fluxo de financiamento das atividades empresariais e assegurando uma remuneração justa aos proprietários do capital.

### **Os riscos de comportamento num ambiente de informações assimétricas.**

Para melhor encaminhar um quadro para a governança corporativa, esta seção apresenta aspectos relativos aos riscos envolvidos em arranjos contratuais. O foco está na incerteza de comportamento dos agentes, por oposição à variância de resultados de suas

---

<sup>7</sup> Parrat, 1999, p.8

<sup>8</sup> Conceito adiante definido.

<sup>9</sup> 1976, p. 357

<sup>10</sup> 1999, p. 30

ações, como habitualmente o risco é tratado na teoria de Finanças. Comportamentos são únicos, não passíveis de quantificação<sup>11</sup>. Os riscos de comportamento podem ser operacionalizados através dos conceitos de risco moral, seleção adversa e caroneiro. A possibilidade de ocorrência desses riscos de comportamento existe sempre onde a transmissão de informação é incompleta.

Conforme Jensen e Meckling<sup>12</sup> uma relação de agência é um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o principal) contratam outra (o agente) para realizar algum tipo de serviço em seu favor, envolvendo alguma forma de delegação de autoridade decisória ao agente. Se considerarmos que ambas as partes agem como maximizadores de sua própria utilidade, haverá boas razões para acreditar-se que o agente nem sempre agirá de acordo com os interesses do principal. O principal poderá estabelecer incentivos ao agente bem como incorrer em custos de monitoramento do agente para minorar o risco de comportamento desviante.

Num ambiente de informação incompleta, as comunicações das empresas ao mercado e os informes dos dirigentes podem sofrer problemas de credibilidade sistemáticos. Quando um agente ou uma empresa comparecem ao mercado com frequência, estará em jogo a questão da sua reputação; quando esse comparecimento for o primeiro ou for esporádico, a questão em pauta será a da credibilidade da informação<sup>13</sup>.

Os movimentos dos dirigentes podem transmitir informações ao mercado através de sinais: em 1984, Myers e Majluf<sup>14</sup> propuseram a hipótese da *pecking order* para a busca de financiamento das empresas. Segundo sua argumentação, novos acionistas percebem o oportunismo de parte das empresas para o lançamento de ações impondo um desconto ao preço de lançamento. Isto porque os dirigentes de empresas, seguindo uma conduta racional, somente lançam ações quando percebem que o preço corrente de mercado está valorizado e não lançam ações, se na sua avaliação, o preço está subavaliado. Assim, os novos acionistas somente adquiririam ações a preços superavaliados. A percepção do mercado é entretanto idêntica; assim e as colocações de novas ações somente terão sucesso se feitas a preços que impõem diluição de valor para os controladores. Nesta situação, a hipótese de *pecking order* prediz que as empresas utilizam em primeiro lugar os lucros retidos, em segundo lugar as dívidas e somente em último caso a captação de capital próprio externo, por meio do lançamento de novas ações. Nesta situação, acionistas novos que aderem a um empreendimento, entram num arranjo conflitivo onde seu capital juntou-se as financiamentos já existentes na empresa, na qualidade de última das opções.

Para Williamson<sup>15</sup> o oportunismo significa a busca do auto-interesse com astúcia, o que pode até incluir a mentira, o roubo ou o fingimento, de forma clara ou sutil, de forma ativa ou passiva, bem como a liberação seletiva de informações de forma calculada, para enganar ou confundir<sup>16</sup>. Os agentes econômicos têm uma propensão diferente para agir de forma oportunística<sup>17</sup>; não fosse por isto, qualquer comportamento poderia ser governado por regras<sup>18</sup>. O oportunismo no contexto delineado por Williamson gera incerteza de

---

<sup>11</sup> Williamson (1987)

<sup>12</sup> 1976, p. 308.

<sup>13</sup> Spence (1973, 1974a, 1974b), Lamb (1993, 39)

<sup>14</sup> Ver Myers e Majluf, 1984.

<sup>15</sup> 1987, p.47.

<sup>16</sup> *op. cit, loc. cit.*.

<sup>17</sup> *idem*, p. 48

<sup>18</sup> *ibidem*. p. 49

comportamento. Como, num tal contexto, as informações podem ser liberadas de forma estratégica, novas assimetrias informacionais se desenvolvem com o desenrolar dos acontecimentos<sup>19</sup>. Para Williamson (*op.cit.*), a constatação dessas possibilidades de comportamento por parte das sociedades capitalistas avançadas criou instituições que permitem o controle social desses comportamentos e que geram eficiência na alocação de recursos, permitindo a disponibilidade de capital e sua oferta a custos reduzidos.

Na teoria de Finanças os conflitos potenciais em grupos de interesse voltados para fins, onde a riqueza e a renda de todos depende de esforços assimétricos e imperfeitamente mensuráveis, foram consolidados através da teoria da agência. Segundo Brealey e Myers<sup>20</sup>, chame-se a isto de teoria ou de senso comum, a compreensão de conflitos de interesse entre acionistas e dirigentes, entre acionistas e credores e entre outras partes interessadas no resultado da empresa, é básica para os administradores financeiros.

O preceito de maximização do valor para o acionista, segundo a teoria da agência, pode eventualmente ser deixado em segundo plano pelos dirigentes encarregados de colocá-lo em prática, pois podem ter um comportamento oportunista, buscando maximizar a sua própria renda, em detrimento das demais partes interessadas no resultado da empresa.

### **Riscos de comportamento.**

Os riscos de comportamento que se apresentam numa relação de agência, podem ser modelados pelos conceitos de risco moral, seleção adversa e do caroneiro. Riscos de comportamento existem em função de incentivos abertos pelos arranjos contratuais na empresa.

Conflitos relativos a incentivos existem quando há necessidade de ação cooperativa e quando indivíduos maximizadores de sua utilidade se vêem diante de escolhas de atividades alternativas; é esta a situação modelada pela teoria da agência. O controle de tais conflitos não pode ser feito sem custos<sup>21</sup>; no contexto da teoria da agência esses custos são chamados de custos de agência<sup>22</sup>.

### ***O risco moral***

O risco moral (*moral hazard*<sup>23</sup>) ocorre quando há probabilidade de comportamento oportunista após um evento contratual. Por “evento contratual” designamos uma situação de acordo (formal ou tácito) onde uma parte assume compromissos perante outra, segundo determinadas condições. O conceito transmite uma idéia de risco de desvio de comportamento considerado ético, e por isto, risco moral<sup>24</sup>. O risco é a probabilidade de uma das partes tirar proveito das imperfeições inerentes às condições estabelecidas no arranjo contratual. Uma das partes, menos informada, não consegue controlar as ações da outra parte, mais informada, ou não consegue tomar medidas que façam com que o contrato seja cumprido. O risco moral é um risco de comportamento inobservável para o principal;

---

<sup>19</sup> idem. *ibidem.*, p. 51).

<sup>20</sup> Brealey e Myers, 2.000, p. 1007.

<sup>21</sup> Mayers e Smith Jr. 1981.

<sup>22</sup> Ver Jensen e Meckling, 1976, p. 308.

<sup>23</sup> Kreps, 1990, p. 577.

<sup>24</sup> Arrow, 1968, Pauly, 1974

trata-se da possibilidade de ações ocultas<sup>25</sup> tanto por tentação quanto por motivação. Refere-se a uma mudança de comportamento por incentivos após o evento contratual.

O problema do risco moral está ligado ao custo das garantias do futuro comportamento do agente por não ser possível garantir sem custos o comportamento da outra parte após a contratação. A outra parte pode ter condições e incentivos para alterar o seu comportamento, dadas as condições estabelecidas pela relação contratual. O agente pode após a contratação, agir de forma diferente de como agiria se fosse o único beneficiário de seus esforços<sup>26</sup>.

### ***A seleção adversa.***

O problema de seleção adversa (*adverse selection*<sup>27</sup>) trata da possibilidade de uma parte contratual conhecer antes da contratação detalhes que afetam a avaliação da transação e que são desconhecidos da outra parte. Trata-se de uma condição anterior à contratação onde a parte mais informada tem informação privada que pode decidir liberar de forma seletiva; a outra parte somente pode tentar superar essa assimetria informacional incorrendo em elevados custos<sup>28</sup>. A seleção adversa pode ocorrer devido a uma possível incapacidade do principal em identificar corretamente os riscos de uma transação e da possível inexistência de vontade do agente em declarar sua verdadeira condição<sup>29</sup>.

### ***O risco do caroneiro***

O problema do caroneiro (*free rider*<sup>30</sup>) ocorre na presença dos chamados “bens públicos”, benefícios que podem ser obtidos sem esforços próprios, ou com o mínimo de esforços já que outros os desenvolvem para obter o benefício. O problema do caroneiro pode manifestar-se em duas situações. A primeira diz respeito à perda de valor por habilidade ou estratégia desenvolvida com custos e que passa a ser apropriada ou seguida por outros. O outro problema do risco de caroneiros é o não desenvolvimento de uma ação por beneficiar outras partes interessadas que não contribuem com o custo da ação. Um exemplo desse último é o do acionista minoritário que desiste de controlar os dirigentes de sua empresa porque os custos deste controle são seus, mas os benefícios do controle atingiriam todos os demais minoritários.

O oportunismo gerencial, tanto na forma de expropriação quanto na forma de inadequada alocação de fundos da empresa, reduz a quantidade de recursos que os investidores estão dispostos a alocar para as empresas, encarecendo seu custo de capital.

## **A teoria da agência e o controle dos dirigentes pelos acionistas**

A teoria da agência é relativamente recente nos modelos de gestão. Torna-se gradativamente mais popular na teoria financeira especialmente após o artigo seminal de Jensen e Meckling, em 1976. Na prática, trata-se de uma das mais antigas formas de relações sociais, onde uma pessoa autoriza outra a agir em seu nome, transposta para o

<sup>25</sup> Arrow (*apud* Darrough e Stoughton, 1986)

<sup>26</sup> Williamson, 1987, p. 47.

<sup>27</sup> Kreps, 1990, p. 625.

<sup>28</sup> Williamson, 1987, p. 81-82.

<sup>29</sup> Idem, p. 47

<sup>30</sup> Varian, 1993, p. 583-4, Kreps, 1990, p. 767.

campo de estudo das relações comerciais<sup>31</sup>. A preocupação central da teoria é com os custos gerados pelos possíveis conflitos e como o Direito e a engenhosidade no desenho de contratos podem ser utilizados para minimizá-los. Assim, os modelos desenvolvidos pela teoria da agência poderiam ter aplicação nos campos da teoria das organizações, na Economia e no Direito<sup>32</sup>.

A teoria da agência está inserida no modelo contratual da firma. A firma é um *nexus* de contratos ao centro do qual está o gestor/dirigente. A firma é uma ficção jurídica, que serve como *nexus* para o conjunto de relações contratuais (explícitos e implícitos) entre os indivíduos que são partes interessadas na empresa<sup>33</sup>. O dirigente se situa no centro de todas as relações entre os interessados na empresa (assalariados, fornecedores, clientes, empresas concorrentes, acionistas, banqueiros...)

A teoria da agência não considera a empresa uma entidade fechada, mas uma “ficção jurídica”, um *locus* onde se realiza um processo de equilíbrio complexo entre indivíduos com objetivos potencialmente diferentes. A firma é um receptáculo vazio, preenchido pelos múltiplos contratos, explícitos ou implícitos, estabelecidos pelos indivíduos interessados na empresa ao centro dos quais encontra-se o dirigente.

Para a teoria da agência, não é necessário que o dirigente manifeste seu oportunismo para criar dúvidas ao acionista: a simples possibilidade de o dirigente agir conforme seus próprios interesses é suficiente para inquietar os proprietários.

### **O conflito entre acionistas e dirigentes**

De todas essas relações, a considerada mais importante pela teoria é a que diz respeito às relações dirigentes e acionistas<sup>34</sup>.

Entre acionistas e credores, as causas de conflitos podem ser, segundo Smith e Warner<sup>35</sup>: o pagamento de dividendos em detrimento de investimentos (que reduzem os recursos retidos pela empresa e portanto sua capacidade de pagamento de empréstimos); diluição de dívidas (incremento no endividamento que aumenta o risco de não recebimento dos primeiros credores); substituição de ativos (utilizar os recursos emprestados para investimento em projetos de maior risco que aqueles inicialmente contratados); sub-investimento (a empresa rejeita projetos de valor presente líquido positivo que possam beneficiar em primeiro lugar os credores, por assegurar fluxos de caixa de menor risco).

As fontes de conflito podem ser originadas pela partilha do resultado: maiores salários diminuem dividendos e vice-versa. Dirigentes podem remunerar os assalariados acima de sua produtividade para “manter a motivação” porém poderão estar tentando evitar a necessidade de arbitrar conflitos<sup>36</sup>.

Os conflitos potenciais entre acionistas e dirigentes decorrem da outorga de delegação decisória pelo proprietário/acionista aos dirigentes; os acionistas podem confiar o *usus* a alguém mais competente ou com maior vontade de gerir os negócios da empresa.

O dirigente passa a deter o *usus* e o proprietário retém para si o *fructus* e o *abusus*. As duas partes envolvem-se numa situação de gestão e numa situação contratual. De parte

<sup>31</sup> Ver Jacquilat e Levasseur, 1984, p.9

<sup>32</sup> Idem

<sup>33</sup> Ver Jensen e Meckling, op.cit. p. 310.

<sup>34</sup> Parrat, 1999 p.32

<sup>35</sup> 1979 p.118-9.

<sup>36</sup> Parrat, 1999 p.31.

do acionista o objeto do contrato é assegurar-se que o dirigente aja no estrito interesse do acionista. Dois tipos de incerteza pesam no comportamento dos contratantes: a) um problema de risco moral: a possibilidade de que o comportamento de um contratante difira do esperado após firmada a relação contratual (risco de mudança de comportamento) e b) um problema de seleção adversa, a possibilidade de os contratantes ocultarem certos elementos importantes para a avaliação da relação pela outra parte, antes de contratar.

Os acionistas não têm condições de avaliar o quanto do resultado obtido pela empresa é resultado do esforço dos dirigentes. A dificuldade em mensurar a contribuição individual em trabalhos de equipes permite o aparecimento de caroneiros que se beneficiam do esforço de outros.

Contratos podem ser de demorada elaboração. Quando necessitam da assessoria de especialistas, tornam-se caros. São necessariamente incompletos, pois nem tudo pode ser previsto *ex-ante*. Com isto, os contratos apresentam “brechas contratuais” fazendo com que as partes que procuram satisfazer sua própria utilidade, tendam a tirar proveito dessas brechas<sup>37</sup>.

Cada uma das partes pode possuir informações que podem ser úteis às demais. Essa informação tem valor e pode aumentar a margem de manobra de seu possuidor na organização. A ocultação de informações ou a sua deformação podem ser úteis aos dirigentes, aumentando o seu poder de negociação.

Na relação específica acionistas-dirigentes, há três razões principais que explicam a divergência de interesses<sup>38</sup>:

- *Diversificação*: Os acionistas podem diversificar suas carteiras de investimentos. Os dirigentes concentram seu patrimônio cultural, humano e financeiro na empresa. Enquanto os acionistas podem aceitar projetos de maior risco e retorno, os dirigentes preferirão projetos de menor risco, que não ameacem sua posição.
- *Horizonte de planejamento e alinhamento de interesses*. Os acionistas têm um horizonte de longo prazo, sua situação na empresa é de permanência. Como os dirigentes podem ser removidos a qualquer instante da empresa, o seu horizonte é de curto prazo. A relação acionistas-dirigentes, pode também sofrer a influência da maior ou menor estabilidade da participação acionária da empresa: um corpo estável de acionistas privilegia relações mais duradouras com os dirigentes; um corpo fluido de acionistas é menos propenso a manter relacionamento estável e portanto, tem menos compromisso com os dirigentes.
- *Assimetria informacional*. Os dirigentes têm controle da informação da empresa por estarem no centro do complexo de contratos que a constitui. Eles podem manipular a informação, podem ter um comportamento oportunista quanto à informação e podem maximizar a sua utilidade em detrimento dos interesses dos demais interessados na empresa.

### **Os mecanismos de controle previstos pela teoria da agência**

O controle dos agentes por parte do principal (os acionistas) resulta de um processo de arbitragem entre os efeitos dos comportamentos oportunistas dos agentes e os custos de controle de seu comportamento. Na medida em que detiver o *fructus* dos direitos de

---

<sup>37</sup> Parrat, 1999 p.34.

<sup>38</sup> Idem p. 37-38

propriedade, o acionista terá interesse no controle. Os custos de agência são custos de controle.

Os custos de agência são os efeitos financeiros reais que afetam negativamente o valor de um ativo e derivam de avaliações feitas a partir da consideração da possibilidade de conflitos de interesse nas partes que constituem a empresa<sup>39</sup>. Jensen e Meckling<sup>40</sup> identificam três tipos de custos na relação de agência entre acionistas e dirigentes: a) os custos de acompanhamento (*monitoring costs*); são custos incorridos pelo principal para assegurar-se de que o agente gerencia conforme os interesses do principal: o exemplo são os custos com auditorias; b) os custos de obrigação (*bonding costs*); são os custos adicionais do agente gerados na empresa para assegurar o principal de que gerencia no interesse deste, como os relatórios e pareceres especializados enviados aos acionistas; c) os custos com perdas residuais (*residual loss*); são os custos inerentes à divergência de interesses entre acionistas e dirigentes, decorrentes de escolhas necessariamente não ótimas.

O comportamento oportunista dos agentes somente é possível naquelas organizações em que os mecanismos de controle são falhos ou insuficientes. Tais mecanismos de controle não se restringem aos dirigentes mas a todo o conjunto de partes interessadas (fornecedores, clientes, assalariados, acionistas...)

Na perspectiva do jogo cooperativo, o papel dos dirigentes é encontrar soluções cooperativas que evitem a saída de algum jogador que tenha como resultado a entrada de um terceiro que possa alterar o equilíbrio existente. A competência do dirigente consiste em supervisionar o conjunto de contratos tecido no seio da firma e assegurar a sua viabilidade. Essa competência dos dirigentes é alugada aos acionistas.

A diferença potencial de interesses entre os dirigentes e os acionistas pode ser reduzida por mecanismos de controle internos e externos:

### ***Os sistemas de controle externos***

- A concorrência no mercado de bens e serviços

Se os dirigentes forem excessivamente oportunistas, tirando proveito pessoal em detrimento dos acionistas isto poderá ter repercussões sobre os custos de produção minando a competitividade da empresa. O risco de degradação da competitividade da empresa funciona como limitador do oportunismo gerencial. Quanto mais forte a pressão concorrencial, mais eficaz esse mecanismo.

- O mercado de trabalho dos dirigentes

Como o dirigente pode ser dispensado, tendo que se voltar ao mercado de trabalho para nova ocupação, sua reputação e sua capacidade serão objeto de apreciação pelo mercado de trabalho. Por outro lado, como o mercado pode avaliar situações de sinergia, complementaridade e outros aspectos ligando um dirigente à uma determinada empresa e que não podem ser transpostos para outra empresa? Em mercados onde funcione uma forte cooptação entre dirigentes e conselheiros encarregados de nomeá-los e avaliá-los, esse mecanismo também pode ser pouco expressivo.

- O mercado financeiro

Esta linha sustenta que o mercado financeiro e o mercado de capitais propiciam o controle mais democrático e eficaz das grandes empresas.

---

<sup>39</sup> Lamb, 1993, p. 41.

<sup>40</sup> 1976, p.308

O descontentamento dos acionistas pode ser manifestado pela venda das ações. A punição dos dirigentes se dá pela baixa das cotações. As ofertas públicas de compra (os *takeovers*) funcionariam também como mecanismo disciplinador onde esta possibilidade existe. Se o mercado percebe que a empresa tem potencial e é mal gerida haverá um incentivo para sua aquisição com a conseqüente demissão de seus gestores atuais. Por outro lado, os próprios *takeovers* podem ser manifestação de um desejo de aumento de poder dos dirigentes, o que pode conduzir à queda das cotações das empresas adquirentes.

Técnicas financeiras e jurídicas podem ser montadas pelos dirigentes para contornar tentativas de tomadas de controle evitando que um eventual mecanismo disciplinador dos mercados possa atuar eficazmente<sup>41</sup>.

O mecanismo de mercado pode também ser dificultado pela existência de grandes investidores (como os investidores institucionais) que detém grandes parcelas das ações de uma empresa o que lhes dificulta a venda em caso de discordância das ações dos dirigentes da empresa. Vendas de grandes blocos de ações influenciam negativamente as cotações o que não é do interesse do detentor da posição.

### ***Os sistemas de controle internos***<sup>42</sup>

- O direito de voto dos acionistas

O controle dos dirigentes através desse mecanismo funciona para os acionistas que detém parcela substancial das ações de controle. Através de seu voto, podem remover uma administração com baixo desempenho.

- O alinhamento de interesses dos dirigentes

Se o dirigente possuir ações da empresa, quanto maior sua posição em ações maiores serão os seus esforços em maximizar os resultados da empresa. Atribuir ações aos dirigentes funciona portanto como limitador do oportunismo gerencial e mecanismo de alinhamento de interesses entre dirigentes e acionistas.

- A vigilância mútua entre os assalariados

Esse mecanismo é semelhante ao mecanismo de controle do mercado de trabalho dos dirigentes. Como todos os assalariados permanentemente estão na posição de se verem no mercado de trabalho, têm interesse em fazer com que sua empresa tenha bom desempenho a fim de levarem consigo a reputação da empresa. Assim, uns controlam os outros no sentido de evitarem comportamentos oportunistas que afetem o desempenho da empresa. Assalariados com assalariados, assalariados com dirigentes e dirigentes com assalariados formam essa rede interna de controle.

- O Conselho de Administração

O Conselho de Administração (CA) é considerado o órgão principal de controle. No CA deve ter assento um conselheiro interno, que participe ativamente do dia-a-dia da empresa, a fim de informar os demais conselheiros o que se passa concretamente dentro da empresa. Se os conselheiros estiverem alinhados com os dirigentes, o controle pode não funcionar. Por tal razão devem existir conselheiros externos à empresa no CA.

Se existir um mercado de conselheiros, os com baixo desempenho terão menores oportunidades de obter outros cargos de conselheiros; terão então o maior interesse em

---

<sup>41</sup> Parrat, 1999 p.46

<sup>42</sup> Esta seção está baseada em Parrat, 1999. Ver também, para recomendações quanto as melhores práticas de governança e composição do Conselho de Administração, o Capítulo 13 de Lodi, 1999.

controlar a equipe dirigente. Em empresas onde existam acionistas majoritários exercendo controle direto, como nas empresas familiares, ou por intermédio de uma coalizão de acionistas, o CA pode não exercer uma verdadeira função de disciplina.

Se o conselheiro for representante de uma instituição financeira, de um fundo de pensão ou de uma sociedade de capital de risco, ele terá tempo e meios para exercer um controle satisfatório da gestão da empresa. O problema neste caso é seu preparo pessoal para a função.

O presidente do conselho pode neutralizar os controles que o conselho deveria exercer: pode nomear conselheiros manipuláveis, desenvolver relações amigáveis e cordiais no conselho, desviar a atenção dos conselheiros para problemas secundários ou fúteis ou abarrotar os conselheiros com tanta informação que os deixe incapacitados de emitir opinião ou colocar questões críticas para o dirigente. Assim, os mecanismos internos e externos preconizados pela teoria da agência para reduzir os conflitos dirigente e acionistas podem operar apenas parcialmente. Os conselheiros podem ter dificuldades em avaliar os dirigentes, em particular em distinguir a responsabilidade dos dirigentes dos efeitos da conjuntura. A assimetria informacional, os riscos de acordos entre dirigentes e conselheiros, a dependência dos conselheiros e a dificuldade de os conselheiros externos conhecerem as competências dos administradores, levam a considerar que o conselho de administração apresenta apenas parcialmente o papel previsto pela teoria da agência.

A composição do conselho de administração pode também ser uma resposta aos riscos conjunturais enfrentados por uma empresa. Nessa abordagem, a empresa necessita ter domínio sobre os recursos necessários a sua sobrevivência. Através de um mecanismo de cooptação, são introduzidos nos conselhos de administração os representantes das diferentes fontes de recursos necessários à empresa. Isto leva à conclusão de que a composição do conselho de administração pode não seguir uma regra fixa, mas pode adaptar-se às circunstâncias e pressões do ambiente. A composição do conselho não estaria apenas voltada para preservar os direitos dos acionistas frente aos administradores, mas responderia também à necessidade de controlar os dirigentes do ponto de vista das expectativas das diferentes fontes de recursos. Uma empresa fortemente endividada teria no seu conselho representante dos credores que tenderia a fazer com que os conselheiros postergassem investimentos em benefício do resgate da dívida<sup>43</sup>.

## Conclusões

O desenvolvimento dos modelos de governança no contexto brasileiro deve ser visto como uma forma de contribuir para a redução do custo de capital das empresas brasileiras. O aperfeiçoamento da legislação, das instituições de mercado, das instituições voltadas para os controles internos e externos nas empresas, precisam levar em conta os desenvolvimentos atuais relativos aos riscos de comportamento e aos modelos contratuais; tais modelos contratuais incluem a consideração dos incentivos a comportamentos como parte das condições que propiciem fluxos de capital mais eficazes entre o mercado e as empresas.

---

<sup>43</sup> Já o conselheiro representante dos acionistas preferirá que se postergue o pagamento da dívida em benefício de novos investimentos de risco

A separação entre os direitos de propriedade (assunção do risco) e o controle (a gestão) nas empresas pode ser interpretada como uma forma eficiente de organização econômica, dentro da perspectiva da empresa como um conjunto de contratos<sup>44</sup>. Os problemas abordados pela teoria da agência referem-se a escolhas sob ambiente de incerteza, quando a incerteza se refere a comportamentos dos agentes envolvidos num arranjo contratual. Seu campo de aplicação é o das relações entre agentes que devem cooperar para o atingimento de um resultado mas que podem ter diferentes atitudes frente ao risco. Os problemas focados pela teoria da agência são basicamente dois: a) a possibilidade de os desejos ou objetivos do principal e do agente estarem em conflito e b) ser difícil ou caro para o principal verificar se o agente está agindo de acordo com o esperado. O elemento analítico é a forma contratual (explícita ou implícita) entre as partes. Com isso o objetivo da teoria é determinar as formas contratuais eficientes, como por exemplo, os modelos de alinhamento de interesses, como a criação de incentivos para o agente agir segundo os interesses do principal<sup>45</sup>.

A governança corporativa está ligada a problemas de informação. Mercados financeiros desenvolvidos conseguiram criar instituições que facilitam o acesso à informação ao mesmo tempo que punem aqueles que distorcem ou omitem informações relevantes para o processo de tomada de decisão dos investidores. Prova disso<sup>46</sup> são as enormes quantidades de recursos que as empresas tomam no mercado e o elevado percentual desses recursos que volta com remuneração considerada justa pelos fornecedores desses recursos.

A identificação e a modelagem dos riscos de comportamento e a pesquisa de modelos de arranjos contratuais podem permitir melhores modelos de governança corporativa. A compreensão dos fenômenos sociais e organizacionais, assim como os desenvolvimentos dos modelos microeconômicos de comportamento e os desenvolvimentos da atual teoria de Finanças permitem o desenvolvimento de instituições mais adaptadas para proporcionar a alocação mais eficiente de capitais para as empresas, reduzindo o seu custo de capital. Tal redução dá-se quando os fornecedores de fundos reduzem o prêmio de risco exigido para o fornecimento de capital, dada a percepção de menores riscos de possível expropriação de parte dos fundos fornecidos.

## BIBLIOGRAFIA

- ARROW, Kenneth J. *The Economics of Moral Hazard: Further Comment*. **American Economic Review**. V. LVIII. N.3.P.1. June 68. p.537- 539
- BREALEY, R. e MYERS, S.C. **Principles of Corporate Finance**. 6<sup>th</sup>ed. Irwin-McGraw-Hill. Boston. 2000. 1.093p.
- DARROUGH, Masako N. & STOUGHTON, Neal M. *Moral Hazard and Adverse Selection: The Question of Financial Structure*. **The Journal of Finance**. V.XLI. N.2. June 1986.
- EISENHARDT, Kathleen M. *Agency Theory: An Assessment and Review*. **Academy of Management Review**. V. 14. N.1. 1989. p. 57-74.

---

<sup>44</sup> Fama, 1980, p.289.

<sup>45</sup> Eisenhardt, 1989, p.58.

<sup>46</sup> Schleifer e Vishni, 1996, p.3.

- FAMA, Eugene. *Agency Problems and the Theory of the Firm*. **Journal of Political Economy**. N.88. 1980. P.288-307.
- JACQUILLAT, Bertrand & LEVASSEUR, Michel. *Signaux, Mandats et Gestion Financiere: une synthese de la littérature*. **Finance**. v.5, n.1, 1984, p.7-83.
- JENSEN, M.C. *Self-Interest, Altruism, Incentives, and Agency Theory*, in Chew, Jr.D.H, org. **The New Corporate Finance**. 2<sup>nd</sup>.ed. Irwin-McGraw-Hill. Boston. 1999. 744p.
- JENSEN, M.C. & MECKLING, W. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure*. **Journal of Financial Economics**. N.4. 1976.
- KREPS, David M. **A Course in Microeconomic Theory**. Princeton University Press. Princeton. 1990.
- LAMB, Roberto. **A Decisão de Investimento nas Empresas e a Reação do Mercado de Capitais: uma abordagem informacional**. Dissertação de Mestrado. UFRGS. PPGA. Porto Alegre, 1993.
- LODI, João Bosco. **Fusões e Aquisições: o cenário brasileiro**. Campus. 1999. 238p.
- MAYERS, David & SMITH Jr., Clifford W. *Contractual Provisions, Organizational Structure, and Conflict Control in Insurance Markets*. **The Journal of Business**. V. 54. N.3. Jul. 1981.
- MYERS, Stewart C. & MAJLUF, N.S. *Corporate Financing and Investment Decisions When Have Information that Investors Do Not Have*. **Journal of Financial Economics**. 13. 1984. 187- 222.
- PARRAT, Frédéric. **Le Gouvernement d'Entreprise: ce que a déjà changé, ce qui va encore évoluer**. Maxima:Laurent du Mesnil Éditeur. Paris. 1999. 346 p.
- PAULY, Mark V. *Overinsurance and Public Provision for Insurance: The Roles of Moral Hazard and Adverse Selection*. **Quarterly Journal of Economics**. V. LXXXVIII. N.1.Feb.74. p.44- 62.
- SHLEIFER, Andrei e VISHNI Robert W. *A Survey of Corporate Governance*. **National Bureau of Economic Research Working Paper Series No. 5554**. Cambridge. Mass. April 1996. 79 p.
- SMITH, Clifford W.,Jr. & WARNER, Jerold B. *On Financial Contracting. An Analysis of Bond Covenants*. **Journal of Financial Economics**. 7. 1979. 117-161.
- SPENCE, A. Michael. *Job Market Signaling*. **Quarterly Journal of Economics**. V. LXXXVII. Aug. 1973. p.355-79.
- SPENCE, A. Michael. **Market Signaling: Informational Transfer in Hiring and Related Screening Processes**. Harvard University Press. Cambridge. Mass. 1974.221p. .
- SPENCE, Michael. *Competitive and Optimal Responses do Signals: An Analysis of Efficiency and Distribution*. **Journal of Economic Theory**. 7. 296-332. 1974b. .
- VARIAN, Hal R. **Intermediate Microeconomics. A Modern Approach**. 2nd. Ed. W.W. Norton & Co. New York. 1990. 599p.
- WILLIAMSON, Oliver E. **The Economic Institutions of Capitalism**. The Free Press. New York. 1987. 450p.