Governança Corporativa E Mercado De Capitais: Uma Análise Das Mudanças Institucionais E A Experiência Brasileira Dos Anos 2000

Corporate Governance And Capital Markets: An Analysis Of Institutional Change And The Brazilian Experience Of Years 2000

Alexandre da Silva de Oliveira

Economista e Mestre em Economia pela PUC-SP. Professor dos cursos de Economia, Administração, Direito e Contabilidade da Universidade Paulista e das Faculdades Integradas Campos Salles. É membro do Grupo de Pesquisas em Desenvolvimento Econômico e Política Econômica (DEPE), da PUC-SP.

Resumo

O artigo analisa das mudanças institucionais no mercado de capitais no Brasil nos anos 2000. A partir de um arcabouço teórico baseado na economia institucional e da bibliografia específica sobre governança corporativa e estrutura de capitais e controle das firmas, são estudadas as implicações da atuação da Lei das Sociedades Anônimas, como também de instituições como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Para isso, a estrutura do artigo é a seguinte. Na seção 1 são apresentadas as características da globalização financeira e internacionalização do capital das firmas como as principais motivações do artigo. Na seção 2, sob o ponto de vista da economia institucional e bibliografia específica é definida a governança corporativa, como também são tratadas as questões da eficiência e falhas de mercado, como o problema de agência dos mercados de capitais. Na seção 3 são apresentadas notas acerca da experiência brasileira, para iniciar uma análise das mudanças institucionais no mercado de capitais e estruturas de propriedade e controle de capital no Brasil nos anos 2000. Ao final são apresentadas as conclusões do artigo.

Palavras-chave: economia institucional, mercados de capitais, economia brasileira.

Abstract

The paper analyzes the institutional changes in the Brazilian stock markets in 2002. From a theoretical framework based on institutional economics and specific literature on corporate governance and capital and control structures of the firms are studied the consequences of the Corporation's Law, as well as Brazilian Securities Commission (CVM) and Stock Exchange (Bovespa). Thus, the paper structure is as follow. Section 1 presents the features of financial globalization and capital internationalization as the main paper's motivation. Section 2, by institutional economics and other literature is presented corporate governance definition and also are treated issues such as efficiency and market failures like agency problem of capital markets. Section 3 provides notes on the Brazilian experience support an introduction to analyze the institutional changes in capital markets in Brazil in 2000s. Finally, is presented the concluding remarks of the paper.

Keywords: institutional economics, capital markets, Brazil's economy

1. Introdução

O artigo tem o objetivo de iniciar uma análise das mudanças institucionais no mercado de capitais no Brasil nos anos 2000. A partir de um arcabouço teórico baseado na economia institucional e da bibliografia específica sobre governança corporativa e estrutura de capitais e controle das firmas, são estudadas as implicações da atuação da Lei das Sociedades Anônimas, como também de instituições como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).

A globalização, privatização e desregulamentação dos mercados, principalmente, a partir dos anos 1990, resultaram em um ambiente corporativo mais competitivo em escala internacional. Nesse sentido, as firmas buscaram maximizar sua eficiência na alocação dos recursos e reduzir seus custos produtivos e financeiros, o que inclui os custos de capital. Dada a importância destas firmas, que respondem por receitas próximas de US\$ 30 trilhões, equivalentes a 50% do PIB mundial em 2010, o desempenho na captação de recursos financeiros nestes mercados altamente competitivos, no mundo e no Brasil, depende da avaliação dos investidores acerca da capacidade da firma de gerar resultados financeiros e econômicos.

O desempenho das firmas, que é medido, principalmente, pela situação de seus ativos dos balanços, demonstrativos financeiros e indicadores de solvência e alavancagem, é acompanhado e precificado nos mercados financeiros e de capitais internacionais pelos investidores, que são os grandes ofertantes de poupanças, sendo que estes incluem os grandes bancos e investidores institucionais, como seguradoras, fundos de pensão e fundos de investimentos.

A crise econômica internacional, originada nos mercados de crédito de alto risco, chamados de *subprime* nos EUA, que eclodiu em meados de 2007, adquiriu proporções tais, que passou de uma crise de crédito clássica para uma crise de confiança nos mercados financeiros globais. Com a crescente interconexão existente entre as finanças internacionais e entre essas e os setores produtivos, a crise propagou-se intensamente, afetando o desempenho dos principais indicadores de atividade dos países e representou uma restrição de financiamento daquelas firmas. Com isso, as firmas e os agentes individuais preferem reter suas poupanças em caixa, ou em ativos considerados seguros e de elevada liquidez, principalmente, em títulos públicos de países com uma escala de riscos baixos. Nesse contexto, as instituições, como é o caso da governança, ou o conjunto de regras e normas reduzem os custos de transação das decisões econômicas e contribui para a superação de conflitos entre os agentes

econômicos, em um ambiente econômico e financeiro hostil.

Isto posto, a estrutura do artigo é a seguinte. Na seção 1 são apresentadas as características da globalização financeira e internacionalização do capital das como as principais motivações do artigo. Na seção 2, sob o ponto de vista da economia institucional e bibliografia específica é definida a governança corporativa, como também são tratadas questões da eficiência e falhas de mercado, como o problema de agência dos mercados de capitais. Na seção 3 são apresentadas notas acerca da experiência brasileira, para iniciar uma análise das mudanças institucionais no mercado de capitais e estruturas de propriedade e controle de capital no Brasil nos anos 2000. Ao final são apresentadas as conclusões do presente artigo.

2. Globalização Financeira E Internacionalização Do Capital Das Firms

Nessa seção são apresentadas as características da globalização financeira e internacionalização do capital das firmas como as principais motivações do artigo. Uma das faces mais evidentes da globalização é a crescente internacionalização, por meio da realização dos investimentos diretos estrangeiros (IDE). Enquanto a globalização é impulsionada por iniciativas microeconômicas,

principalmente, por meio da atuação das firmas multinacionais; a regionalização é um processo político – , não sendo estes dois fenômenos necessariamente antagônicos. Especialmente quando a regionalização contribui para fomentar as forças competitivas, os dois processos podem interagir e fortalecer as estratégias locais. A globalização da economia, abrangendo a internacionalização da produção, o incremento do comércio e a absorção de tecnologia são processos que têm gerado discussões no âmbito acadêmico e empresarial, além de implicar novos desafios para os Estados nacionais, as firmas e os profissionais envolvidos.

Um dos fatos marcantes da década de 1990 é a percepção de que os ativos financeiros adquiriram uma expressão sem precedentes na história do capitalismo mundial. Este fenômeno extrapolou as fronteiras geográficas dos países e foi ampliado pela liberalização dos mercados cambiais e pela desregulamentação dos fluxos de capitais. No período, enquanto o PIB mundial subiu de US\$ 10 trilhões em 1980 para US\$ 62 trilhões em 2010, o valor dos ativos financeiros, que incluem depósitos bancários, títulos e ações, e excluem derivativos, swaps, garantias, etc., subiu de US\$ 12 trilhões em 1980 para US\$ 212 trilhões em 2010. Isso implicou a expansão dos fluxos de capitais em um ritmo quase três vezes maior do que o crescimento do produto mundial no período 1980-2007 (Gráfico 1).

Gráfico 1. Valor global dos ativos financeiros e o PIB mundial (US\$ trilhões)

(*) . Não incluem aplicações financeiras como derivativos, swaps e garantias.

Fonte: Em 2015 elaborado pelo autor, com dados do IMF e *McKinsey Consulting*, com o estudo *Mapping global capital markets*, (2011, p. 2).

A partir dos anos 1990, houve cada vez mais uma predominância das finanças em detrimento das decisões no âmbito produtivo. As inovações financeiras – como os mercados de *hedge* e derivativos, por exemplo –, aliadas aos recursos das telecomunicações e informática, ampliaram significativamente a velocidade das transações, fazendo com que o processo de inflação de ativos se magnificasse nos mercados, como também ocorreu com os riscos inerentes ao processo.

Apesar dos efeitos especulativos com o aumento do capital fictício, houve, em paralelo, uma expansão significativa da globalização produtiva, refletida na expansão dos fluxos de comércio internacional, fluxos de investimentos diretos estrangeiros e das inovações. Toda essa expansão da globalização produtiva decorreu,

em grande parte, não somente pela maior tendência liberalizante das economias nacionais, mas também da ampliação da liquidez e da disponibilidade de financiamento características dessa nova fase.

Houve um crescimento dos fluxos financeiros, que pode ser explicado pelos crescentes graus de internacionalização das firmas. A elevação dos preços das ações aumentou o valor das operações de fusões e aquisições, contribuindo para o aumento do

volume de investimentos estrangeiros diretos (IDE) ¹ nos anos 1990 e 2000 (Gráfico 2).

Gráfico 2. Fluxos de investimentos diretos estrangeiros (US\$ bilhões)

Fonte: Em 2015 elaborado pelo autor, com dados da UNCTAD 1970 a 2010.

Para o ano de 2010, as firmas transnacionais foram responsáveis por um estoque mundial de IDE que atingiu US\$ 15 trilhões, sendo que o faturamento de firmas transnacionais foi de US\$ 30 trilhões. O número de empregos diretos gerados pelas 79 mil firmas enquadradas como transnacionais foi de 79 milhões de pessoas. Estas firmas foram responsáveis por um volume de investimentos da ordem de 12% do PIB mundial e por cerca de 66% da corrente de comércio internacional. (Figura 1).

Figura 1. Indicadores das firmas multinacionais no mundo, cotadas em bolsas de valores de Nova York (NYSE)*

* Data corporate of NYSE – New York Stock Exchange.

Fonte: Elaborado pelo autor em 2015, com dados da UNCTAD e FMI em 2015.

3. Economia Institucional E A Governança Corporativa

Nessa seção é realizada análise relativa da abordagem teórica da economia institucional com a da governança corporativa para se analisar as mudanças institucionais no mercado de

¹ Segundo a UNCTAD, o investimento direto estrangeiro (IDE) é composto pela participação no capital de firmas e pelos empréstimos intercompanhia.

O investimento direto é caracterizado por uma influência na direção da firma.

capitais e estruturas de propriedade e controle de capital no Brasil nos anos 2000. Nesse sentido, dentre as mais diversas definições de Instituição – como, por exemplo, o conjunto de regras e normas que conformam as ações humanas – concentra-se no papel de se minimizar os custos de transação das decisões econômicas como, por exemplo, de se fazer cumprir e fiscalizar os contratos, dado um caráter de racionalidade limitada e oportunista dos indivíduos.

Dado este caráter de regulação das interações econômicas, a partir do enfoque de North (1990), no qual as instituições representam arranjos e estratégias socialmente construídas, de forma formal ou informal, com o intuito de favorecer a obtenção de conquistas coletivas reprimindo, de forma coerciva ou não, as racionalidades individuais que estejam baseadas em opções oportunistas egoístas. Disto decorre que as instituições afetam o comportamento dos atores sociais, determinando questões relevantes para o desenvolvimento como a ação coletiva e da escolha social. Na abordagem de Commons (1931), as instituições, ao se constituírem em mecanismos de ação coletiva, tem o objetivo de contribuir para mitigar os conflitos entre as ações individuais e aumentar a eficiência das relações econômicas.

Observando o problema do custo social gerado pelas instituições, questão que está

inserida na temática da escolha social, é interessante notar a abordagem de Coase (1960) a respeito da regulação governamental direta versus as ações individuais. Nesse trabalho seminal, Coase demonstrou que a negociação privada poderia resolver problemas sobre os quais seriam passíveis de solução por meio apenas da regulação estatal. Nesse enfoque, Coase relegou a regulação estatal aos ambientes em que os custos de transação demonstravam-se impeditivos à barganha e a livre troca. Entendo que esta abordagem pode ser utilizada para a análise da eventual redução da assimetria de informações, aprendizado de instituições e firmas, como uma consequência da disseminação das boas práticas de governança sobre as estruturas de propriedade e de controle das firmas. Pode ser utilizada ainda na avaliação da possível melhora da eficiência e do problema de coordenação dos mercados de capitais, constantes de minha tese.

Para estudar o impacto das mudanças institucionais no mercado de capitais e sua relação com a governança corporativa² e as estruturas de propriedade e controle de capital no Brasil, tema de minha pesquisa, julgo ser importante investigar a relação do tema com o problema de agência. Estudos como de (La Porta et al. (1999) e Aldrighi e Mazzer Neto (2007) têm demonstrado que, o principal problema de agência nas firmas da maioria dos

² Para Shleifer e Vishny (1997), pode-se definir da seguinte forma a governança corporativa, que “lida com as maneiras pelas quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu

investimento”. Já La Porta (1999) define governança como o “conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos da expropriação pelos internos, ou seja, gestores e acionistas controladores”.

países envolve acionistas controladores e acionistas minoritários. No Brasil, há a predominância de firmas que apresentam uma estrutura de propriedade bastante concentrada e em geral, controlada por um grupo familiar.

A concentração de propriedade pode gerar incentivos e poder para que o acionista que detém um grande bloco de ações exerça o controle sobre os executivos da firma e, por consequência um *enforcement* direto, com eficácia sobre as decisões empresariais. Por outro lado, estes grandes acionistas podem usar seu poder para expropriar os acionistas minoritários, optando por projetos e decisões que tragam benefícios privados aos controladores, em detrimento da maximização de lucro que interessa aos demais acionistas. Esta abordagem dos *Stakeholders* aponta para alguns problemas associados a um sistema institucional deficiente, com *enforcement* insatisfatório, expropriação dos acionistas minoritários e a concentração de propriedade e controle, que será avaliado na tese sob a luz da bibliografia de Economia Institucional. Muitas firmas recorrem a mecanismos que separam poder de controle e participação no capital da firma, isto é, separam direitos de voto dos direitos de dividendos ou *cash flow*. Esses mecanismos são as estruturas piramidais de propriedade e emissão de ações sem direito a voto, descritos por Aldrichi e Postali (2009), como formas de propriedade, que possibilitam às famílias que já controlam

algumas firmas, a usarem os lucros não distribuídos para financiar a criação de novas firmas.

As instituições, como é o caso da governança, tem por finalidade superar o conflito de agência³ ou administradores e principal ou *stakeholders/shareholders*, bem como outras falhas de mercado como, por exemplo, informações assimétricas, contratos incompletos ou falhas de coordenação. Um cenário diagnosticado por Aldrichi e Mazzer Neto (2007) no mercado brasileiro é de concentração da estrutura de propriedade e a predominância de uma estrutura piramidal. Com isso, há uma tendência de maior concentração de propriedade do capital e o controle das firmas (*path dependence*), com divergências entre os interesses dos controladores e interesses dos acionistas minoritários.

No Brasil, com o arcabouço institucional aprimorado a partir dos anos 2000, especialmente, com o Código Civil, Lei das Sociedades Anônimas e o novo mercado da Bovespa, houve um fortalecimento institucional para as estruturas de propriedade e controle do capital no país. Um melhor ambiente institucional representa o início da correção ou redução de falhas de mercado mencionadas acima e um aumento da propensão dos investidores a investir, que deve constantemente ser aprimorado.

³ Shleifer e Vishny (1997) define o problema de agência com a seguinte questão: como garantir aos investidores

que seus recursos sejam aplicados pelos administradores atendendo aos seus interesses.

4. Governança Corporativa E Mercados De Capitais: Eficiência E As Falhas De Mercado

Nessa seção são apresentadas as questões da eficiência e as falhas de mercados aplicados aos mercados de capitais e a governança corporativa. Nesse sentido, as incertezas associadas aos balanços dos grandes bancos e investidores institucionais, como seguradoras, fundos de pensão e fundos de investimentos norte-americanos, especialmente acerca da situação de seus ativos, levaram a um congelamento dos mercados interbancários na crise internacional de 2007. Com a existência de incertezas no mercado, os investidores financeiros preferiram reter seus recursos em caixa, ou em ativos considerados seguros e de elevada liquidez, papel exercido, principalmente, pelos títulos do tesouro norte-americano. Assim, em virtude das inúmeras dificuldades enfrentadas por aquelas firmas, os temas de governança e fraudes corporativas passaram a ser de crescente interesse público e acadêmico no mundo e também no Brasil, bem antes. Com as crises e os frequentes casos de escândalos empresariais relacionados a fraudes e outras ilegalidades, ampliou-se a implementação das práticas de Governança Corporativa, com o objetivo de integrar os sistemas de gestão, aos controles de processos e procedimentos das corporações, criando um conjunto eficiente de mecanismos, no sentido de assegurar credibilidade da gestão e permitir um equilíbrio de forças entre os diretores das corporações,

acionistas, denominados *shareholders* e o público de interesse denominados *stakeholders*, como clientes, funcionários, fornecedores, comunidade, entre outros.

Apesar do aprofundamento nos debates sobre as práticas de governança e da crescente pressão para a adoção das boas práticas de Governança Corporativa, o Brasil ainda se caracteriza pela alta concentração do controle acionário, pela baixa efetividade dos conselhos de administração e pela alta sobreposição entre propriedade e gestão. Com isso, há um vasto campo para o incentivo ao conhecimento, ações e divulgação dos preceitos da Governança Corporativa, que serão objeto de minha tese. Em virtude das inúmeras dificuldades enfrentadas pelas firmas em captar recursos financeiros, em mercados cada vez mais competitivos, há uma necessidade crescente em se demonstrar eficiência econômica e produtiva e a assegurar credibilidade em operações financeiras e um equilíbrio de forças entre os diretores das firmas, acionistas majoritários e minoritários.

Isto posto, o conceito de Governança Corporativa ganhou impulso, principalmente, a partir de 1996, com a criação do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), e desenvolvido em 1999 no Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em que foram adotados mecanismos de controle para as boas práticas de Governança, sendo marcado pela publicação do primeiro código

sobre Governança Corporativa⁴, de origem privada. O código trouxe inicialmente informações sobre a conduta esperada dos conselhos de administração. Em 2001, foi reformulada a Lei das Sociedades Anônimas⁵ e, em 2002, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) lançou documento de orientação sobre Governança direcionada aos administradores, conselheiros, acionistas controladores e minoritários e auditores independentes⁶. Outra contribuição privada à aplicabilidade das práticas de Governança partiu da Bolsa de Valores de São Paulo, ao criar segmentos especiais de listagem destinados a corporações com padrões superiores de Governança Corporativa, dentre eles o conhecido Novo Mercado, com o objetivo de estimular o interesse dos investidores e a valorização das corporações listadas na bolsa⁷.

As discussões sobre Governança Corporativa, com o surgimento dos conselhos de administração, os conselheiros profissionais e independentes em resposta ao movimento pelas práticas de governança corporativa e à necessidade das corporações se modernizarem sua alta gestão com o objetivo de atrair maiores volumes de recursos financeiros, por meio dos mercados de capitais mais competitivos, principalmente, a partir dos anos 2000. A abertura e a consequente modificação na estrutura societária das corporações também

ocorreram no mercado acionário. Houve, por exemplo, um aumento dos investimentos de estrangeiros no mercado de capitais nos anos 2000, com uma participação média de aproximadamente 30% do mercado secundário de ações, segundo a Bovespa, o que reforçou a necessidade das corporações se adaptarem às exigências e padrões internacionais. Com isso, as práticas de Governança Corporativa tornaram-se prioridade e fonte de pressão por parte dos investidores, inclusive no mercado brasileiro. Assim, a governança corporativa é considerada como um fator essencial para o acesso das firmas aos mercados de financiamento, especialmente, os mercados de capitais. Se pensada amplamente, o impacto da governança sobre o desenvolvimento do país se dá pela redução dos riscos de manipulações por grupos específicos em estruturas de propriedade e controle concentradas, aumentando a credibilidade e, consequentemente, a propensão dos investidores em investir.

A governança corporativa pode também contribuir para o desenvolvimento da intermediação financeira e dos mercados de capital contribui para o desenvolvimento econômico e reduzir as restrições ao financiamento enfrentadas pelas firmas (LEVINE, 2004) e (RAJAN; ZINGALES, 1998). Por intermédio de um maior grau de

⁴ Código das melhores práticas (IBGC). .

⁵ Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, que altera e acrescenta dispositivos na Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre

o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

⁶ Guia de orientação e defesa do consumidor – cartilha de governança corporativa, da CVM.

⁷ O regulamento do Novo Mercado da Bovespa, válido a partir de 10.05.2011.

proteção legal aos investidores, influencia-se a expansão dos mercados de capital e do crédito do sistema bancário ao setor privado (ALDRIGHI, 2005), com uma melhor proteção legal aos investidores empiricamente associada a um maior valor dos ativos das firmas (LA PORTA et al., 1999), organizando-se assim, as relações econômicas entre controladores, administradores, *shareholders* - majoritários e minoritários - e os *stakeholders* como a figura 2.

Figura 2. Esquema sobre Governança Corporativa

Fonte: Elaborado pelo autor em 2015.

Alguns estudos (especialmente, ALDRIGHI e MAZZER NETO, 2007) têm demonstrado que, o principal problema de agência nas firmas da maioria dos países envolve acionistas controladores e acionistas minoritários (La Porta et al., 1999). No Brasil, há a predominância de firmas que apresentam uma estrutura de propriedade bastante concentrada e em geral, controlada por uma família. A concentração de propriedade pode gerar incentivos e poder para que o acionista que detém um grande bloco de ações exerça o controle sobre os executivos da firma e, por

consequência um *enforcement* direto, com eficácia sobre as decisões empresariais. Por outro lado, estes grandes acionistas podem usar seu poder para expropriar os acionistas minoritários, optando por projetos e decisões que tragam benefícios privados aos controladores, em detrimento da maximização de lucro que interessa aos demais acionistas. Esta abordagem dos *Stakeholders* aponta para alguns problemas associados a um sistema institucional deficiente, com *enforcement* insatisfatório, expropriação dos acionistas minoritários e a concentração de propriedade e controle. Muitas firmas recorrem a mecanismos que separam poder de controle e participação no capital da firma, isto é, separam direitos de voto dos direitos de dividendos ou *cash flow*. Esses mecanismos são as estruturas piramidais de propriedade e emissão de ações sem direito a voto, descritos por Aldrighi e Postali (2009), como formas de propriedade, que possibilitam às famílias que já controlam algumas firmas, a usarem os lucros não distribuídos para financiar a criação de novas firmas.

A questão do equilíbrio (ARROW, 1964), com informação simétrica, tem estado sempre presente no desenvolvimento da ciência econômica. Assim, podemos encontrar em qualquer manual de Microeconomia, a análise do equilíbrio do mercado isolado, isto é, do mercado de um só produto – a teoria do equilíbrio parcial ou, no caso que procura ser mais abrangente, a apresentação do equilíbrio

resultante da interação de mercados em concorrência perfeita, com um equilíbrio geral.

A problemática do equilíbrio do mercado isolado consiste, habitualmente, na obtenção do preço e da quantidade de equilíbrio resultante da igualdade entre as curvas da procura e da oferta. No caso do equilíbrio geral ou da interação de mercados em concorrência perfeita, procuram obter-se os preços e as quantidades de equilíbrio que são as soluções do sistema de equações que descrevem os comportamentos dos agentes econômicos, ou que resultam da tangência entre os conjuntos agregados da produção e do consumo. A partir dos anos 1970, as pesquisas concentraram-se nas decisões tomadas em ambientes com (principalmente, STIGLITZ, 1997), com fatores como informações assimétricas, contratos incompletos, problemas de agência, *enforcement* custoso ou imperfeito, falhas de coordenação (o problema da ação coletiva e do *free-riding*), racionalidade limitada (*behavioral finance*) e institucionalidade (*path dependence* – concentração acionária). A abordagem teórica a partir dos anos 1970 contribuiu significativamente para o estudo da governança corporativa, concentrando-se essencialmente sobre as falhas de mercados e os impactos sobre as firmas contemporâneas.

5. Governança E Mercados: Notas Acerca Das Mudanças Institucionais Do Mercado Brasileiro Dos Anos 2000

Considerando uma mudança institucional como um processo de retro-

alimentação, no qual os agentes econômicos percebem e reagem a mudanças no quadro institucional de determinado mercado, um cenário diagnosticado por Aldrichi e Mazzer Neto (2007) no mercado brasileiro é de concentração da estrutura de propriedade e a predominância de uma estrutura piramidal. Em países em que o grau de proteção legal aos investidores é menor como, por exemplo, o Brasil e a Coréia, Claessens (2000) e Bebchuk, Kraakman e Triantis (1999), isto ocorre com a tendência de maior concentração de propriedade do capital e o controle das firmas tende a ser mais concentrados, com maior incidência de mecanismos de controle e benefícios privados de controle. Assim, segundo Aldrichi (2005), o principal problema de agência na quase totalidade dos países é que se opõem aos interesses dos controladores e interesses dos acionistas minoritários.

Para Bebchuk, Kraakman e Triantis (1999), nas firmas com estruturas piramidais existentes, por exemplo no Brasil, com ações sem direito a votos, é possível para um acionista controlar a firma com uma pequena participação no capital. Este é o caso do mercado brasileiro, no qual há firmas com ações sem direito a voto, como também diferentes esquemas piramidais de controle, sendo que o acionista majoritário tem a capacidade de alavancagem por meio do capital próprio. Para Shleifer e Vishny (1997), pode-se definir da seguinte forma a governança corporativa, que “lida com as maneiras pelas quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu

investimento”. Já La Porta (1999) define governança como o "conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos da expropriação pelos internos, ou seja, gestores e acionistas controladores”.

Assim, a questão da governança corporativa é superar o conflito de agência (gestores) e principal (acionistas/investidores). Mas o problema de agência se origina com a diluição do domínio das corporações, a separação entre propriedade e controle entre acionistas e gestores e a maior necessidade de mecanismos de monitoramento e controle. O problema de agência é abordado por Shleifer e Vishny (1997) como sendo um gestor que capta recursos para aplicá-los em projetos rentáveis e os acionistas e investidores necessitam de gestores qualificados para fazer com que os recursos sejam aplicados em projetos rentáveis e o problema de agência é como garantir aos investidores que seus recursos sejam aplicados atendendo aos seus interesses.

Neste sentido, um país com um sistema considerado centralizado como, por exemplo, no Brasil e na Coréia, dotado de firmas com conselhos de administração passivos, acionistas controladores, expropriação de minoritários e concentração de poderes e acumulação de funções da direção. Já em um país como um sistema considerado descentralizado como, por exemplo, os EUA e a Alemanha – tidos como mais eficientes em termos de distribuição de resultados das firmas, é dotado de conselhos de administração profissionais, com investidores

institucionais, com uma melhor repartição dos dividendos, fragmentação do poder e especialização de funções das atividades da administração. (Quadro 1).

Quadro 1. Governança Corporativa: principais características das estruturas de propriedade e controle

Sistema Centralizado (*)	Sistema Descentralizado (**)
Conselheiros passivos	Conselheiros profissionais
Acionista controlador	Investidores institucionais
Expropriação dos minoritários	Melhor repartição dos dividendos
Concentração do poder	Fragmentação do poder
Acumulação de funções (ex. Presidente e CEO)	Especialização e profissionalização das funções

(*) Exemplo: Brasil e Coréia. (**) Exemplo: EUA e Alemanha.
 Fonte: Elaborado pelo autor em 2015.

No Brasil, com o arcabouço institucional aprimorado a partir dos anos 2000, especialmente, com o Código Civil, Lei das Sociedades Anônimas e o novo mercado da Bovespa, houve um fortalecimento institucional para as estruturas de propriedade e controle do capital no país. Um melhor ambiente institucional representa uma correção ou redução de falhas de mercado e um aumento da propensão dos investidores a investir.

Segundo Klapper e Love (2002), há uma forte relação positiva entre governança das firmas e desempenho operacional e valor de mercado, o que gera um benefício da melhor governança empreendida por iniciativa das próprias firmas, com fraca proteção legal ou institucional. Nesse sentido, ocorre no Brasil um processo de irradiação institucional do qual, a

partir de legislação, cria-se um *enforcement* inicial com o código civil, a lei das sociedades anônimas, que formam o aparato denominado *Hard Law*.

A partir da legislação formal, cria-se uma gradativa completude e previsibilidade dos contratos, com a auto regulação das firmas financeiras e a instituição de instrumentos como, por exemplo, o Novo Mercado da Bovespa. Com isso, há uma gradativa redução da assimetria de informações, aprendizado de instituições e firmas, com uma consequente disseminação das boas práticas de governança das estruturas de propriedade e de controle das firmas, denominadas de *Soft Law*, com um melhora da eficiência e do problema de coordenação dos mercados financeiros (Figura 3).

Figura 3. Mudança institucional de *Hard Law* para o *Soft Law* no Mercado Financeiro: Governança Corporativa e “irradiação institucional”

	Sociedade Anônima	S/A capital fechado	S/A capital aberto ("listadas")
Legislação "Hard Law"	Código Civil	Lei das S/A	Lei das S/A CVM
Contratos	Auto-regulação das firmas		Segmentos especiais Novo Mercado
Boas Práticas "Soft Law"	Disseminação das boas práticas de governança das Estruturas de propriedade de controle		

Fonte: Elaborado pelo autor em 2015.

6. Considerações Finais

O artigo iniciou uma análise das mudanças institucionais no mercado de capitais no Brasil nos anos 2000. A partir de um arcabouço teórico baseado na economia

institucional e da bibliografia específica sobre governança corporativa e estrutura de capitais e controle das firmas, foram estudadas algumas das principais implicações da atuação da Lei das Sociedades Anônimas, como também de instituições como a CVM e a Bovespa. Para isso, a estrutura do artigo é a seguinte. Na seção 1 foram apresentadas algumas das principais características da globalização financeira e internacionalização do capital das firmas como as principais motivações do artigo. Destacou-se o papel das firmas multinacionais e do IDE para a evolução da produção, comércio e tecnologia em escala internacional, como também o papel estatal no processo político da regionalização, bem como na liberalização dos mercados cambiais e pela desregulamentação dos fluxos de capitais.

Na seção 2, sob o ponto de vista da economia institucional e bibliografia específica é definida a governança corporativa, como também são tratadas as questões da eficiência e falhas de mercado, como o problema de agência dos mercados de capitais. Destacou-se a perspectiva das instituições no mercado de capitais como o conjunto de regras e normas que viabilizam a minimização de custos de transação das decisões econômicas. Na abordagem de North, as instituições representam arranjos e estratégias socialmente construídas, formal ou informalmente definidas, que favorecem principalmente a obtenção de conquistas coletivas.

Para autores como Commons, as instituições tem o objetivo de contribuir para

mitigar os conflitos entre as ações individuais e aumentar a eficiência das relações econômicas. Já para Coase, a regulação governamental desempenha função fundamental para negociação privada com relação à resolução de problemas. Considerando estas abordagens para o estudo dos impactos das mudanças institucionais no mercado de capitais e sua relação com a governança corporativa e as estruturas de propriedade e controle de capital no Brasil, o ponto crucial é a questão de agência. Nesse sentido, autores como La Porta et al. e Aldrighi e Mazzer Neto apontam que o principal problema de agência nas firmas da maioria dos países envolve acionistas controladores e acionistas minoritários.

Na seção 3 são apresentadas notas acerca da experiência brasileira, para se analisar as mudanças institucionais no mercado de capitais e estruturas de propriedade e controle de capital no Brasil nos anos 2000. No Brasil, há a predominância de firmas que apresentam uma estrutura de propriedade bastante concentrada e em geral, controlada por um grupo familiar, ou seja, no mercado de capitais brasileiro há o predomínio de estruturas piramidais de propriedade e emissão de ações sem direito a voto, que possibilitam às famílias que já controlam algumas firmas, a usarem os lucros não distribuídos para financiar a criação de novas firmas.

No Brasil, com o arcabouço institucional aprimorado a partir dos anos 2000, especialmente, com o Código Civil, Lei das

Sociedades Anônimas e o novo mercado da Bovespa, houve um fortalecimento institucional para as estruturas de propriedade e controle do capital no país. Um melhor ambiente institucional representa o início da correção ou redução de falhas de mercado mencionadas acima e um aumento da propensão dos investidores a investir, que deve constantemente ser aprimorado.

De acordo com Klapper e Love, há forte relação positiva entre governança das firmas e desempenho operacional e valor de mercado, o que gera um benefício da melhor governança empreendida por iniciativa das próprias firmas, com fraca proteção legal ou institucional. Nesse sentido, ocorre no Brasil um processo de irradiação institucional do qual, a partir de legislação, cria-se um *enforcement* inicial com o código civil, a lei das sociedades anônimas, que formam o aparato denominado *Hard Law*. Em suma, verificou-se que, com uma legislação formal, cria-se uma gradativa completude e previsibilidade dos contratos, com auto regulação das firmas financeiras e a instituição de instrumentos como, por exemplo, o Novo Mercado da Bovespa. Dessa forma, há uma gradativa redução da assimetria de informações, aprendizado de instituições e firmas, com uma consequente disseminação das boas práticas de governança das estruturas de propriedade e de controle das firmas, denominadas de *Soft Law*, com um melhora da eficiência e do problema de coordenação dos mercados financeiros.

Por fim, o arcabouço da Economia Institucional foi importante, pois contribuiu para uma análise, mesmo que ainda preliminar, das mudanças institucionais, que impactam diretamente no mercado de capitais e estruturas de propriedade, controle de capital e governança no Brasil.

Referências Bibliográficas E Eletrônicas

ALDRIGHI, D.; POSTALI, F. Propriedade piramidal das empresas no Brasil. XXXVII Encontro Nacional de Economia. ANPEC. Foz do Iguaçu. 2009.

_____; MAZZER NETO Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. Rio de Janeiro: RBE. v. 61 n. 2 / p. 129-152. Abr - jun. 2007.

_____. Estrutura de propriedade e de controle das empresas de capital aberto no Brasil. In. Revista de Economia Política, vol. 25, no. 2(98), pp. 115-137, abril-junho. 2005.

ALMEIDA, H.; WOLFENZON, D. A theory of pyramidal ownership and family business groups. The journal of finance, LXI (6):2637-2680. 2006

ARROW, K. "Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care". American Economic Review 53: 941-973, 1963.

_____. "The role of securities in the optimal allocation of risk bearing". Review of Economic Studies XXXI, 1964.

BEBCHUK, L.; KRAAKMAN, R.; TRIANTIS, G. Stock pyramids, cross-ownership and dual class equity: the mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights. Technical Report 6951, NBER Working Paper. 1999.

BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO (BM&F BOVESPA). Regulamento de listagem do Novo Mercado. Disponível em: <
<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNMercado.pdf>>. Acessado em: 07.06.2012.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholding. The Journal of Finance, LVII (6). 2000.

COASE, R. The Problem of Social Cost. Journal of Law and Economics, October, pp. 1- 44. 1960.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Guia de orientação e defesa do consumidor – cartilha de governança corporativa. Disponível em: <
<http://www.cvm.gov.br/>>. Acessado em: 12. 06. 2012.

COMMONS, J. Institutional Economics. American Economic Review, vol. 21, pp. 648-657. 1931.

DEMSETZ, H. The market for corporate control: corporate control, insider trading, and rates return. The American Economic Review, Pittsburgh, PA, v.76, n.2, p.313-316, May. 1986.

FAMA, E. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. The Journal of Finance, Pittsburgh, PA, v.25, n.2, p.383-417, May. 1970.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Código das melhores práticas. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>>. Acessado em 03.06.2012.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). Portal de estatísticas. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/weodata/index.aspx>>. Acessado em: 05. 06. 2012.

KLAPPER, L; (Org.) Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. World Bank. 2002.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around

the world. The Journal of Finance, 54(2):471-517. 1999.

LEVINE, R. Finance and Growth: Theory and Evidence. In: Handbook of Economic Growth, Volume I, Part 1, p. 865-934, 2005.

NAM, Il Chong. Corporate Governance in the Republic of Korea and its Implication for Firm Performance. Asian Development Bank Institute Discussion Paper No. 10, July 2004.

MCKINSEY & COMPANY (2011) Mapping global capital markets. Disponível em: <http://www.mckinsey.com/insights/mgi/research/financial_markets/mapping_global_capital_markets_2011>. Acessado em 04.06.2012.

NORTH, D. Institutions, Institutional Change and Economic Performance, Cambridge: Press Syndicate of the University of Cambridge. Caps 1-4, pp. 3-35. 1990.

NEW YORK STOCK EXCHANGE (NYSE). Data Corporate. Disponível em: <<http://www.nyx.com/>>. Acessado em: 11. 06. 2012.

PAGANO, M.; PANETTA; ZINGALES. Why do Companies Go Public? An Empirical Analysis. Journal of Finance, vol. LIII, No. 1. RAJAN R. e ZINGALES. Financial Dependence and Growth. American Economic Review. 88 (3): 559 - 586, 1998.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. Lei das Sociedades Anônimas. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110303.htm>. Acessado em 12.06.2012.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52: 737-783. 1997.

STIGLITZ, J. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, vol. LII, no. 2. 1997.

TIROLE, J. *The Theory of Corporate Finance*. Princeton University Press. 2005.

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT (UNCTAD). Foreign Direct Investments. Disponível em: <[http://unctad.org/en/Pages/DIAE/Foreign-Direct-Investment-\(FDI\).aspx](http://unctad.org/en/Pages/DIAE/Foreign-Direct-Investment-(FDI).aspx)>. Acessado em: 02. 06. 2012.

WILLIAMSON, O. Corporate finance and corporate governance. *The Journal of Finance*, v. XLIII, n. 3. 1988.