

# O modelo norte-americano de governança corporativa: gênese, instrumentos e conseqüências

André Luís Forti Scherer

Economista da FEE e Professor da PUCRS.

## Resumo

*Este artigo trata da evolução do modelo norte-americano de governança corporativa e de sua exacerbação depois dos anos 80. São analisadas as gêneses histórica e teórica do modelo que leva as empresas a terem por objetivo a maximização de valor para o acionista, em um contexto de desregulamentação do mercado de capitais. São apontados, em seguida, os instrumentos que impõem as empresas a aceitarem esse modelo, bem como suas conseqüências para as estratégias e as decisões das corporações. O texto encerra-se com uma apreciação dos desvios causados pela exacerbação do modelo, que levaram até mesmo à possibilidade de ocorrência de fraudes contábeis e a abalos nas Bolsas de Valores norte-americanas.*

## Palavras-chave

**Governança corporativa; fraudes contábeis; mercados de capitais.**

## Abstract

*This paper deals with the evolution of the North-American model of corporate finance and its expansion after the 1980's. I examine the historical and theoretical genesis of this model, which leads companies to maximize the value for the stockholder, in a context of deregulation of the capital markets. In the sequence, I point out the instruments that impel companies to accept this model as well as its consequences for corporation's strategies and decisions. The last section of the paper evaluates the deviations caused by the expansion of this model. Such deviations led to the possibility of accounting frauds and shocks in the North-American Stock Exchange.*

**Os originais deste artigo foram recebidos por esta Editoria em 19.05.03.**

As fraudes contábeis que vieram à luz nos Estados Unidos, no final de 2001, podem parecer, à primeira vista, surpreendentes e primárias no interior de um sistema mais do que centenário, como o mercado de capitais norte-americano. Sua importância, entretanto, ultrapassa, em muito, as consequências diretas dos desvios de recursos para funcionários, dirigentes e acionistas, bem como as quedas no valor das ações dessas empresas para os investidores. O modo como se deram essas fraudes se traduz em um abalo, poucas vezes verificado, sobre a solidez de um sistema que se encontrava, após o *boom* da década de 90, em seu apogeu simbólico e financeiro.

As fraudes contábeis representaram um forte impacto sobre a confiança e o imaginário do público — estimulado pela forma de atuação de mídia especializada — quanto a esse poderio. Conjuntamente, foram abalados os alicerces daquilo que ficou conhecido como “o modelo norte-americano de capitalismo”, a partir de mudanças que ocorreram no modo da governança corporativa e nas formas de investimento (e poupança) nas últimas duas décadas.<sup>1</sup>

Esse questionamento decorre da importância dessas mudanças para o deslocamento da poupança em direção às Bolsas de Valores que caracterizou o comportamento dos investidores nas últimas duas décadas do século passado. Entretanto, mais do que uma questão de forma do investimento, essas mudanças assumiram um caráter fundamental no que tange aos próprios valores da vida em sociedade. Amplificadas pela mídia especializada, cada vez mais presente e invasiva, constituíram-se num fenômeno social que possui mecanismos que se aproximam cada vez mais daqueles que conformam a “sociedade do espetáculo”, a qual passa a reger também as questões relacionadas à finança e ao investimento.

O objetivo deste artigo é apontar as raízes históricas e teóricas, bem como a forma empírica que tomou o modelo de governança corporativa nos Estados

---

<sup>1</sup> Esse modelo se traduz na forma única — propiciada pelo papel do dólar na economia mundial — da inserção da economia norte-americana no processo de globalização financeira, a qual privilegia a finança de mercado em detrimento do financiamento bancário. A difusão da *corporate governance* faz parte da adaptação a essas transformações, que inclui, dentre outros, um papel privilegiado para as agências de *rating* e para os bancos de investimento. Sobre a forma atual da globalização financeira, ver Chesnais (1996).

Unidos, nas décadas de 80 e 90. Nesse sentido, pretende-se demonstrar que a hegemonia da esfera financeira — consensual no que tange às questões relativas à macroeconomia — tem como contrapartida microeconômica a modificação nos objetivos e na forma de gestão da governança das grandes empresas. Essas mudanças levam o controle sobre as decisões no interior da grande empresa às mãos dos acionistas ditos minoritários (especialmente os fundos de pensão e de investimentos), com conseqüências decisivas sobre a estratégia de financiamento e de investimento das corporações.

Assim, a legitimação dos movimentos de liberalização e de desregulamentação dos fluxos de capitais que se encontram na base do processo de globalização sob dominância financeira é facilitada por essa redistribuição do poder no interior da grande empresa capitalista, a qual, paulatinamente, atinge as aspirações e as representações dos próprios atores do processo produtivo. A exacerbação de práticas exigidas no modelo criarão, progressivamente, o ambiente propício para a exacerbação de práticas que visam “fraudar” o mercado, resultando, finalmente, na eclosão das práticas de “contabilidade criativa” por parte de grandes empresas.

Este artigo se divide em quatro partes. Na primeira, será analisada a evolução do pensamento econômico quanto ao tema em tela, bem como da experiência histórica quanto às formas de organização da grande empresa norte-americana. Em seguida, será realizada a caracterização do modelo de governança corporativa vigente atualmente nos Estados Unidos, bem como de sua implantação recente em outros países que, até os anos 90, possuíam outro modo de financiamento e de organização interna de suas empresas, como o Japão, a Alemanha e os países em desenvolvimento. As conseqüências da expansão e da dominação de uma estrutura organizacional voltada exclusivamente à “criação de valor para o acionista” serão analisadas na terceira seção. A última parte mostrará como a exacerbação desse modelo criou um ambiente propício à ocorrência das fraudes nos balanços das empresas norte-americanas.

# 1 - Do surgimento do mercado de capitais à teoria da agência: uma visão histórica da governança corporativa nos Estados Unidos<sup>2</sup>

O moderno mercado de capitais norte-americano nasce a reboque do processo de crescimento das grandes empresas no final do século XIX, ao contrário do que é normalmente tido como senso comum, ou seja, de que o surgimento do mercado de capitais se encontra na origem do desenvolvimento das grandes corporações. Essa distinção é importante, pois desmistifica a importância do financiamento via mercado para o surgimento das grandes empresas.<sup>3</sup>

O surgimento do mercado de capitais trouxe consigo a necessidade do controle adequado quanto ao investimento dos recursos aportados por investidores que não gerenciavam diretamente as atividades da empresa. Surge, assim, o problema central da moderna teoria da agência e que é base para a conceituação tradicional da governança corporativa (Boxe 1).

Ainda que a ideologia da propriedade tenha feito sempre referências aos acionistas como “donos das empresas”, o controle estratégico das decisões esteve, desde os primórdios das sociedades por ações, em mãos dos executivos, sem interferência direta dos acionistas ou dos trabalhadores.<sup>4</sup> Essa forma **gerencial** de governança conheceu seu auge nos anos 50 e 60, com a emergência de grandes corporações de atuação bastante diversificada nos EUA. O executivo dessas empresas era valorizado como condutor estratégico, visionário, homem capaz de antecipar as tendências e de gerenciar uma grande quantidade de negócios diferentes. Assim, uma visão que se aproximava mais de uma perspectiva *stakeholder* — sem, portanto, colocar os trabalhadores como partícipes ativos do processo de tomada de decisões — da firma prevalecia

---

<sup>2</sup> Não é nossa intenção, nesta parte, revisar de modo exaustivo as etapas do desenvolvimento da grande empresa norte-americana nem as teorias que tratam da separação entre executores e proprietários das grandes empresas, mas situar o leitor no contexto da evolução do debate em questão.

<sup>3</sup> O que, ademais, pode ser facilmente constatado para o caso alemão, onde a principal fonte de financiamento para a grande empresa sempre passou pelo crédito bancário.

<sup>4</sup> “A perspectiva predominante quanto à governança corporativa nas décadas posteriores à Segunda Guerra Mundial — ‘managerialism’ — refletia a proeminência da grande corporação (...) os gerentes controlavam a alocação dos recursos sem a interferência dos acionistas ou trabalhadores em suas decisões estratégicas.” (Lazonick; O’Sullivan, 2000, p. 4-5).

sobre uma visão *shareholder* enquanto forma de controle e de organização da empresa.<sup>5</sup>

### Boxe 1

#### O conceito de governança corporativa

O conceito de governança corporativa pode ser discutido a partir de duas vertentes, as quais, para propiciar uma maior clareza ao leitor, estaremos simplificadamente chamando de **ortodoxa** e de **crítica**.

A definição **ortodoxa** de governança corporativa estabelece que esta "(...) diz respeito ao modo pelo qual os financiadores das empresas podem se assegurar de receberem um retorno sobre seus investimentos" (Schleiffer; Vishny, 1997). Essa definição reflete a preocupação com o problema principal/ agente, reconhecido depois do trabalho pioneiro de Berle e Means ainda em 1932. É, portanto, restrita e focada exclusivamente nos meios pelos quais os financiadores podem controlar, em seu proveito, os gastos das empresas de maneira a garantirem a maior remuneração possível.

Por sua vez, uma definição de caráter **crítico** conceitua a governança corporativa como "(...) o processo social que determina a alocação dos recursos e dos investimentos" (Lazonick; O'Sullivan, 2000). Trata-se, aqui, de uma definição que se relaciona ao exercício do poder no interior da empresa e que transborda, em suas conseqüências, para toda a sociedade. Esse poder se traduz, objetivamente, principalmente na forma, no objetivo e no prazo do investimento e, evidentemente, na forma de repartição dos dividendos enquanto parcela dos lucros que serão distribuídos aos investidores (acionistas). As repercussões sobre a determinação do crescimento e da repartição da renda social são evidentes.

Teoricamente, esse modelo passa a ser questionado quando, desafiadas as grandes corporações norte-americanas a partir de meados dos anos 60, na esfera internacional, seus lucros caem, prejudicando o rendimento dos acionistas.

<sup>5</sup> A visão *stakeholder* da corporação diz respeito à necessidade de se administrar levando em consideração a participação e as conseqüências das decisões da empresa para todos aqueles que são, direta ou indiretamente, afetados por essas ações (de empregados a fornecedores). Por sua vez, a visão *shareholder* reconhece somente o acionista — aquele que toma o risco — como merecedor da preocupação dos gerentes.

Esse quadro irá agravar-se no momento em que, durante os anos 70, o valor patrimonial dos investimentos se vê erodido pela elevação da inflação nos Estados Unidos, o que piora para os investidores as conseqüências da estagnação do valor patrimonial das ações das grandes empresas no período.

Teoricamente, o problema da separação entre gerentes e proprietários das grandes empresas foi primeiro colocado por Berle e Means, já em 1932, como capaz de desviar o comportamento das empresas do objetivo de maximização de lucros descrito na teoria neoclássica da firma. Esse trabalho foi, posteriormente, ampliado por Cyert e March (1963), os quais detalharam os objetivos conflitantes que poderiam ocorrer entre departamentos ou divisões nas grandes corporações diversificadas. A firma era ali vista como uma organização complexa, que levava a interesses conflitantes. A visão contratualista da firma — firma como uma cadeia de contratos internos e externos —, desenvolvida sob outra ótica pelos institucionalistas com base no trabalho seminal de Coase (1937), será integrada pela teoria da agência (desenvolvida em sua aplicação ao mercado financeiro, principalmente por Michael Jensen em 1976), que recolocará a questão da separação entre propriedade e gerência no interior da firma sob a ótica da relação principal/agente, os quais disporiam de níveis de informação diferenciados sobre a alocação de recursos no interior da empresa.<sup>6</sup> Nessa abordagem ortodoxa da questão, a racionalidade dos agentes e dos mercados financeiros é, supostamente, completa, o que representa um retrocesso importante frente às teorias anteriores (principalmente frente ao trabalho já citado de Cyert e March) que trabalham com a hipótese da racionalidade limitada principalmente pelo custo de obtenção da informação.

A conclusão da teoria da agência dá-se no sentido de que, sendo muito amplas e diversas as fontes potenciais de conflitos de interesses entre proprietários e gerentes no seio das grandes empresas,<sup>7</sup> a única forma de garantir a remuneração adequada aos acionistas da empresa passa pelo reforço da coerção dos executivos pelos detentores das ações.

Obtém-se, assim, uma justificativa teórica para a implantação de uma política de governança corporativa baseada na visão *shareholder* da firma. No entanto, é a forma objetiva das mudanças institucionais observadas nos mercados financeiros, principalmente a partir dos anos 80, que possibilitará o surgimento dos mecanismos necessários que darão relevância prática a essas considera-

---

<sup>6</sup> Uma resenha do desenvolvimento teórico da questão sob a ótica da economia industrial pode ser vista em Coriat e Weinstein (1995).

<sup>7</sup> As fontes potenciais de divergência de interesse entre acionistas e gerentes passam pelas políticas de crescimento para a firma, pelo horizonte de atuação adequado, pela aversão ao risco e pela política de remunerações (Orléan, 1999, p. 201).

ções teóricas. Nesse sentido, é importante frisar que essa teoria precede o surgimento dos mecanismos de coerção dos gerentes pelos acionistas, e, em certo sentido, é a teoria que incentiva a busca e o desenvolvimento desses mecanismos. Como veremos mais adiante, pode-se, assim, considerar que, dada sua aplicação generalizada e acrítica, bem como os fenômenos de mimetismo que caracterizam os comportamentos nos mercados financeiros, **a teoria da agência vai moldar a governança corporativa e o comportamento dos atores no mercado nos anos 80 e 90, criando uma realidade que a valida a posteriori.**

Assim, é o desenvolvimento paulatino da “teoria da agência”, aliado às condições proporcionadas pelo surgimento de liquidez nos mercados de títulos corporativos, que irá, pouco a pouco, **reforçar a visão da empresa como um ativo financeiro como outro qualquer.** É a partir dos desenvolvimentos das inovações financeiras e da desregulamentação dos mercados financeiros que essa visão teórica ganha dimensão efetiva. Isso ocorre porque o elemento de coerção central para os gerentes passa a ser a possibilidade de troca de controle acionário daquelas empresas que apresentam resultados insatisfatórios do ponto de vista do acionista. Desse modo, dentro do modelo de governança corporativa que começa a ser esboçado, o desenvolvimento de um mercado de empresas é um elemento fundamental de disciplina dos gerentes.

## 2 - As principais características do modelo norte-americano de governança corporativa

Na visão *shareholder* das relações no interior da firma, a criação de valor iguala-se à remuneração percebida pelos acionistas, únicos credores residuais da repartição do valor gerado pela empresa. Trata-se, aqui, daquele valor gerado que ultrapassa o custo de oportunidade dos fundos aportados pelos investidores (fundos próprios da firma), o qual é estimado pelo modelo de equilíbrio dos ativos financeiros, supondo um mercado de capitais eficiente<sup>8</sup>. Sob essa ótica, o problema da governança corporativa, tal como visto na definição de Schleiffer e Vishny (1997), passa a ser como garantir um comportamento dos gerentes que

---

<sup>8</sup> O mercado de capitais é dito eficiente quando destina os recursos disponíveis ao melhor investimento possível. Em outras palavras, as decisões do mercado são, por definição, corretas *ex ante*. Sobre o encadeamento ortodoxo que justifica o acionista como o detentor da renda gerada pela empresa, ver Charreaux e Desbrières (1998).

maximize esse resíduo, no interesse dos únicos tomadores de risco (os investidores na firma).

A empresa passa a ser teorizada unicamente sob sua dimensão financeira, o que vai possibilitar uma uniformização de procedimentos a serem perseguidos pelos gestores das atividades empresariais, independentemente do ramo de atividade. Nesse contexto, ganha corpo, a partir dos anos 80, a preocupação de uma sistematização sobre o modo de atuação dos investidores no sentido de garantir uma atuação maximizadora de lucros da empresa.

Duas preocupações principais nortearão esse esforço de institucionalização: a redução do risco para os investidores e o aumento da ingerência sobre as decisões da empresa (utilizando-se de meios de punição para os “maus executivos”). Com esse objetivo, são progressivamente elaborados os chamados *princípios de governança corporativa*<sup>9</sup>, os quais se tornam, pouco a pouco, cada vez mais detalhados e abrangentes. Trata-se da elaboração de “manuais” de comportamento das empresas, com regras estabelecidas no sentido de protegerem os interesses dos acionistas. O cumprimento dessas normas passa a ser exigido pelos investidores como condição para a manutenção de seu engajamento junto à empresa.

Uma dessas cartas de governança corporativa, voltada principalmente à internacionalização da participação acionária em empresas fora dos Estados Unidos, promovida pela OCDE, destaca:

- a) a proteção dos acionistas minoritários;
- b) o tratamento equitativo dos acionistas minoritários e dos estrangeiros;
- c) o respeito às leis locais;
- d) a publicidade e o acesso aos resultados das empresas (princípio da transparência);
- e) a adoção de um manual interno de respeito aos princípios de governança corporativa e sua difusão junto ao trabalhadores e dirigentes, deixando clara sua obediência às orientações e às determinações dos acionistas.

É importante salientar que esses referidos princípios são detalhados em inúmeras regras, conformando um documento que estrutura as relações no interior da empresa e com o seu “público externo” no interesse dos acionistas. Assim, inversamente ao que ocorria até a década de 80, os acionistas assumem uma posição fiscalizadora da conduta das empresas quanto ao respeito aos seus interesses. Esse conjunto de princípios tem por objetivo homogeneizar

---

<sup>9</sup> A essência desses princípios seria simples: “(...) subordinação da gestão da empresa ao interesse do acionista e, em caso de conflito de interesses, dar a primazia ao interesse do acionista” (Orléan, 1999, p. 216).



a conduta das empresas e possibilitar comparações quanto à “boa vontade” de seus dirigentes em se comprometer com as recomendações feitas pelos acionistas.

O surgimento de um tipo de acionista que tem na concentração da poupança sua principal fonte de poder é fruto da desregulamentação dos mercados financeiros e é determinante para a forma que tomaram as normas de governança corporativa. O poder no seio das grandes empresas passa a ser exercido por uma coalizão de acionistas ditos minoritários, os quais atuam conjuntamente na defesa de seus interesses junto aos Conselhos de Administração dessas corporações.<sup>10</sup>

Esse novo grupo de interesse é representado, principalmente, pelos chamados investidores institucionais (fundos de pensão, fundos de investimento, seguradoras, fundos *hedge*)<sup>11</sup>. Atuando em bloco, esse grupo passa a deter o controle (poder) nas grandes corporações. Isso se traduz na exigência de Conselhos de Administração ditos independentes, para os quais são nomeados representantes diretamente ligados aos interesses dos acionistas minoritários.

Graças à desregulamentação financeira que permite a ampliação do risco tomado por esses investidores, a parcela dos investimentos em ações dos investidores institucionais cresce substancialmente durante os anos 90. Embora seja um fenômeno de amplitude mundial — o total dos ativos detidos pelos investidores institucionais ultrapassava US\$ 35 trilhões em 1999 contra cerca de US\$ 13 trilhões em 1990 (Financ. Mark. Trends, 2001) —, isso pode ser particularmente observado nos Estados Unidos.

Nesse país, incentivos fiscais direcionaram grande parcela da poupança da população para esses fundos, que passaram a manejar um volume de recursos bastante superior mesmo ao PNB do País, direcionando grande parte — novamente beneficiados por mudanças legais favoráveis a ativos de maior risco — para investimentos em ações (Gráfico 1). Dessa forma, a parcela dos investimentos destinada às ações nos anos 90 pelos investidores institucionais atinge 51% em 1999, aportando a liquidez que possibilita o *boom* que conheceram as Bolsas norte-americanas à época.

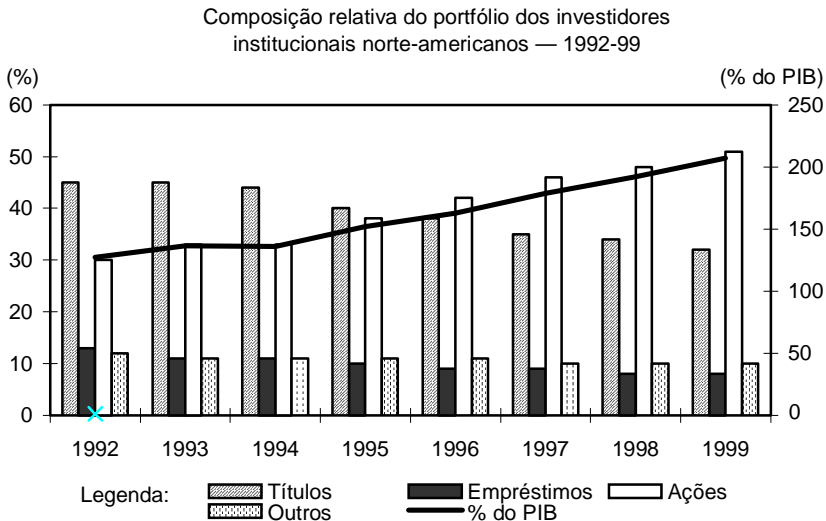
---

<sup>10</sup> É importante ressaltar que os fundos de investimento não poderiam, em princípio, tomar assento nos Conselhos de Administração das empresas das quais detêm ações, pois poderia caracterizar-se a obtenção de informações privilegiadas. Isso não impediu a disseminação dessa prática (Orléan, 1999, p. 214).

<sup>11</sup> Existem importantes diferenças na forma de atuação desses atores e, mesmo, no interior de um mesmo grupo, como os fundos de pensão (fundos de tipo contribuição definida e benefício definido). Um aprofundamento dessa questão escapa ao objeto deste artigo, mas pode ser visto em Jeffers, Plihon e Ponsard (2000).

Um ponto essencial do modelo norte-americano de governança corporativa diz respeito à forma pela qual se poderia soldar a adesão dos principais executivos da empresa aos interesses dos acionistas. A resposta a essa questão veio com a modificação da forma de remuneração dos estratos superiores da empresa, com o aumento da parte variável de sua remuneração. Ganham espaço as opções de ações (*stock-options*) como recompensa ao bom desempenho da empresa no mercado, favorecidas por lei nos Estados Unidos, depois de 1994, também com tratamento tributário favorável (isenção fiscal que custou cerca de US\$ 56,4 bilhões aos cofres públicos em 2000). Os salários dos executivos das grandes corporações passam a atingir valores astronômicos, ampliando a distância que os separa do trabalhador comum de forma jamais anteriormente observada. Os executivos capazes de operar o milagre da “criação de valor” de modo compatível às expectativas dos investidores são, assim, regiadamente recompensados e obtêm forte notoriedade e respeito na sociedade norte-americana da década de 90. Com isso, garante-se a cooptação das camadas dirigentes aos interesses de valorização patrimonial da firma, tal qual definido pelos acionistas. O objetivo da firma passa a ser a chamada “criação de valor para o acionista”, a qual, com a “bolha” no mercado de capitais norte-americano, passa a confundir-se, cada vez mais explicitamente, com a valorização nominal do patrimônio da empresa medida pelo seu valor acionário.

Gráfico 1



FONTE DOS DADOS BRUTOS: Financial Market Trends (2001).

Como complemento à tentativa de sistematização expressa nas normas de governança corporativa, novos mecanismos de aferição do desempenho das empresas são criados. Assim, são elaboradas e difundidas novas medidas de “criação de valor”, de modo a permitirem a comparação da performance entre empresas distintas, distinguindo aquelas mais engajadas nesse processo. Ganham espaço medidas difundidas e criadas por bancos de investimentos, como o Economic Value Added (EVA) e o Market Value Added (MVA). A fixação de objetivos mínimos pelos investidores às empresas torna-se corrente durante a década de 90 (patamar estimado em 15% da remuneração anual, em média). Aqueles executivos que se mostram incapazes de atingir os objetivos fixados correm sério risco de demissão e são publicamente execrados em publicações especializadas destinadas aos investidores.

O círculo da ultracompetição como forma de pressão para um desempenho favorável independentemente das condições da economia se fecha com as listas que apontam os próprios fundos de pensão e de investimentos que obtiveram as melhores performances trimestrais ou mensais. Os gerentes com os piores desempenhos relativos também têm seu emprego ameaçado, o que os leva a um comportamento mimético em relação aos seus pares.

Do ponto de vista do gestor do fundo, passa a ser preferível errar com todos os demais, obtendo uma performance média compatível com o segmento do mercado ao qual a empresa pertence, a correr o risco de uma aposta solitária em um investimento malogrado. Isso reforça ainda mais a disciplina das empresas não financeiras pelas convenções que se apresentam como corretas em dado momento no mercado, sob pena de não encontrarem “espíritos empreendedores” dispostos a financiar transgressões às normas tácitas vigentes em um dado instante. A todo instante, os investidores podem “votar com os pés”, ou seja, podem abandonar massivamente as empresas transgressoras, resultando em queda abrupta do valor patrimonial da empresa.

Nos anos 90, esse modelo começou a ser exportado para a Europa e para o Japão por investidores institucionais ávidos de oportunidades que permitissem a diversificação internacional de suas atividades. Tomando-se o caso da Alemanha, país onde as corporações sempre tiveram forte participação dos sistemas bancários e grandes participações cruzadas entre empresas não financeiras e no qual os dirigentes possuíam obrigações legalmente estabelecidas em relação aos seus trabalhadores e fornecedores, com as adaptações se fazendo de forma negociada ou consensual e alocação de recurso estável, tem-se que as mudanças trazidas pela adoção (ainda que parcial) do modelo norte-americano são notáveis.

No caso alemão, podemos notar que aquelas empresas que possuem uma maior participação dos investidores institucionais em seu capital são as que

mais se adaptam aos princípios norte-americanos de governança corporativa. Verifica-se, também, a redução pela metade do tempo de permanência dos dirigentes à frente das empresas (de 15 para cerca de sete anos), agora submetidos à pressão mais efetiva de parte dos investidores institucionais, com a introdução de um modelo de governança corporativa nos moldes daquele preconizado pelos investidores norte-americanos.<sup>12</sup>

### **3 - Conseqüências do modelo norte-americano de governança corporativa**

Como não poderia deixar de ser, as pressões internas (Conselho de Administração) e externas (mercado de empresas) dos investidores levaram a uma modificação essencial na conduta das empresas no que tange ao seu relacionamento interno e com o exterior. Esses impactos podem ser observados em três níveis distintos, mas estreitamente ligados:

- a) quanto à forma de contratação, preocupações e métodos dos executivos das empresas;
- b) quanto à estratégia de Pesquisa & Desenvolvimento (P&D) de novos produtos;
- c) quanto ao envolvimento de empresas não financeiras como partícipes cada vez mais ativos dos mercados financeiros.

Este artigo focalizará os aspectos diretamente ligados às mudanças na forma de gestão das empresas. Os fatos mais salientes dão conta de que as empresas, sob pressão dos acionistas, se concentram na tentativa de obtenção dos melhores resultados no curto prazo e se recentram em sua atividade principal.

A separação das atividades da firma é fortemente estimulada pelos investidores, uma vez que impede o financiamento de atividades menos lucrativas por aquelas mais rentáveis (conforme o modelo de corporação em voga até os anos 60). Além disso, permite uma comparação estrita do desempenho financeiro da empresa com outras pertencentes ao mesmo ramo de atividade. Como o desengajamento das atividades menos lucrativas é mais difícil em empresas diversificadas, os compradores eventuais têm sua avaliação dificultada pela pre-

---

<sup>12</sup> As informações sobre a adaptação da governança corporativa na Alemanha ao modelo norte-americano podem ser obtidas em Höpner (2001).

sença da empresa em vários ramos de atividade, o que leva a uma dificuldade na punição pelo mercado das empresas que “destroem valor”<sup>13</sup>.

A conglomeração é, assim, fortemente desestimulada, a corporação sendo levada a manter suas diversas atividades em empresas separadas, sob controle central de um braço financeiro do grupo, o que faz da forma de organização em *holding* aquela preferida dos investidores. Essa separação facilita o funcionamento do “mercado de empresas” que se constituiu depois da década de 80, o qual é considerado fundamental pelos acionistas para a disciplina dos gerentes.

O desempenho de curto prazo passa a ser o determinante do sucesso, ou não, de uma corporação, uma vez que seus resultados são publicamente avaliados pelos investidores a cada trimestre. Assim, em caso de resultados decepcionantes, é fortemente recomendado o anúncio de medidas paliativas, capazes de, no próximo trimestre, reverter a situação. Cabe aqui um parênteses importante. Trata-se efetivamente de tornar públicas as ações da empresa, ou seja, comunicar aos investidores como a empresa vai agir no sentido de maximizar a criação de valor para o acionista.

Ora, são mais importantes aqui o anúncio da medida e a forma de sua recepção pela comunidade financeira do que sua efetiva implementação. Ganham importância os anúncios, *road shows*, brindes, etc. como forma de sedução do investidor, demonstrando a convergência entre mídia e finança para a consolidação do sistema.

Normalmente, duas medidas são do agrado do mercado para empresas com dificuldades de atingirem sua metas para com os investidores. A primeira tem como objeto o anúncio da venda ou o encerramento de atividades de unidades que não criam valor como esperado, representando um mau uso dos fundos próprios.<sup>14</sup> A segunda trata do anúncio da demissão de trabalhadores. Como resultado da pressão dos investidores e do caráter “midiático” do modelo adotado, os anúncios de demissões crescem nas grandes empresas, mesmo em momentos de crescimento econômico nos Estados Unidos (Gráfico 2). É importante ressaltar que esses anúncios podem ser seguidos, ou não, pela sua efetivação;

---

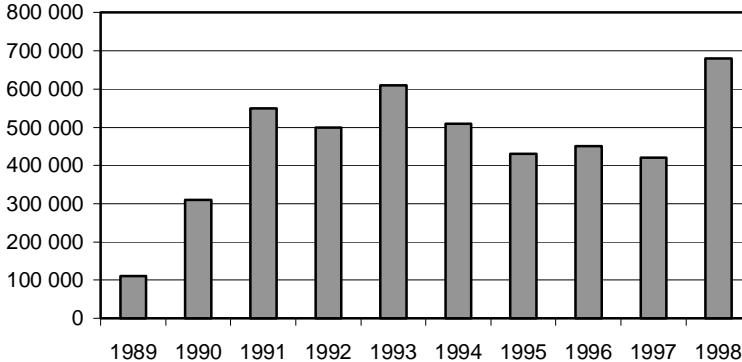
<sup>13</sup> A destruição de valor diz respeito ao engajamento em qualquer atividade que não maximize o valor para o acionista, ainda que esta se mostre lucrativa. O horizonte temporal para essa avaliação é aqui fundamental; muitos dos investimentos em inovação e em expansão são confrontados pela incerteza inerente à atividade empresarial no mundo capitalista. Uma resenha relacionando a “destruição de valor” à diversificação das atividades das empresas pode ser vista em Graham, Lemon e Wolf (1998).

<sup>14</sup> O “emagrecimento” das empresas com a venda de atividades não centrais também libera recursos para os acionistas, seja pela redução dos efetivos das unidades vendidas, seja pela obtenção de recursos.

os espíritos dos investidores são marcados pela divulgação da medida a ser adotada e não por um acompanhamento sistemático das ações das empresas.

Gráfico 2

Anúncios de demissões pelas grandes corporações  
norte-americanas — 1989-98



FORNTE: LAZONICK, W.; O'SULLIVAN, M. **Perspectives on corporate governance, innovation and economic performance.** [S. l.: s. n.], 2000. Mimeografado.

A empresa passando a ter seu desempenho avaliado como um ativo financeiro qualquer a cada trimestre, é compreensível que os executivos das grandes corporações, os quais são o alvo do escrutínio do mercado, internalizem o *modus operandi* e os objetivos da finança em suas decisões. As performances passadas das empresas são desprezadas nas avaliações dos investidores. Assim, as decisões que possuírem maiores possibilidades de aportar frutos a curto prazo serão preferidas àquelas mais incertas e de prazo mais longo de maturação.<sup>15</sup>

Desse modo, a visão *shareholder* da firma seria a base de uma governança corporativa menos propensa a enfrentar as incertezas técnicas e econômicas inerentes ao processo de inovação. Em outras palavras, os riscos inerentes à atividade industrial são menos suportáveis para os investidores do que os riscos associados à especulação financeira (Hallery, 2000, p. 87). Nas palavras de O'Sullivan, estudiosa da relação entre os processos de inovação e as formas de governança corporativa, "(...) os acionistas são o último grupo do qual se pode

<sup>15</sup> Os custos são, por definição, irrecuperáveis em caso de fracasso do processo de inovação.

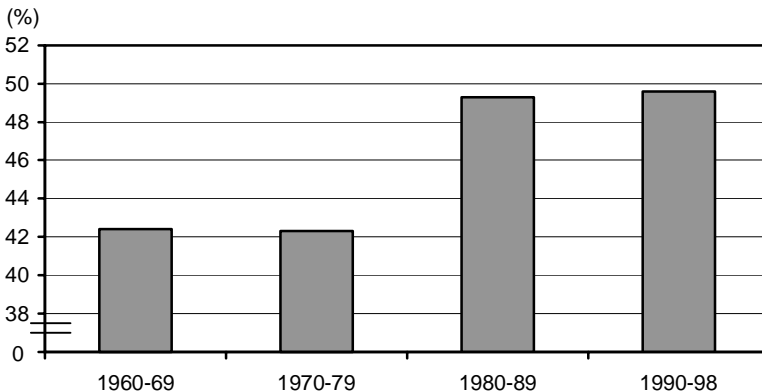
esperar o engajamento financeiro de longo prazo” (O’Sullivan, 1998, p. 188-190), necessário ao processo de inovação.

É interessante notarmos as mudanças na forma pela qual esse processo tem sido conduzido pelas grandes empresas dos setores intensivos em tecnologia nos anos 90, com seus laboratórios propiciando cada vez menos liberdade aos pesquisadores. Pierre Joliot, bioquímico francês reconhecido, neto de Pierre e Marie Curie, denuncia em obra recente que os pesquisadores são obrigados a anunciar perspectivas de aplicações de curto prazo para certas pesquisas que eles mesmos consideram irrealistas, como única forma de obterem financiamento (Joliot, 2001, p. 31).

Como todo o modelo de governança corporativa se dá em nome de garantir a “criação de valor” para o acionista, o montante distribuído como dividendo cresce, reduzindo os lucros retidos e os investimentos com fundos próprios das empresas. Nos EUA, o patamar histórico de distribuição de dividendos altera-se, tornando-se mais generoso com os acionistas (Gráfico 3). O compromisso prioritário acordado para a redistribuição dos lucros pode ser visto com clareza nos dados disponíveis para a indústria farmacêutica, intensiva em P&D. Nessa indústria, as nove maiores empresas distribuíram US\$ 146 bilhões aos acionistas, enquanto aplicaram US\$ 113 bilhões em P&D no período 1991-00 (Lauzon; Hasbani, 2002).

Gráfico 3

Evolução da participação dos dividendos sobre os lucros líquidos nas empresas cotadas em Bolsa nos Estados Unidos — 1960-98



FONTE: LAZONICK, W.; O’SULLIVAN, M. **Perspectivas on corporate governance, innovation and economic performance.** [S. l.: s. n.], 2000. Mimeografado.

## 4 - A exacerbação do modelo de governança corporativa norte-americano e as fraudes contábeis nos Estados Unidos

Tendo valorização acionária das empresas sido erigida como medida única para o desempenho dos executivos, é normal que estes tenham se voltado exclusivamente a esse objetivo. Enfrentando dificuldades em obterem o nível de retorno demandado pelos investidores, os executivos irão voltar-se, pouco a pouco, a estratégias não convencionais de valorização acionária.

Assim, além da atuação normal da empresa, algumas medidas “auxiliares” foram tomadas por muitas empresas com o objetivo de atingirem suas metas para com os investidores. Uma das medidas mais disseminadas é a recompra de ações pela própria empresa. A redução do volume de ações da empresa em circulação garante que o mesmo volume de renda passe a ser distribuído para um número menor de acionistas, garantindo, assim, uma maior remuneração por ação. Visto em conjunto, **a empresa passa a financiar as Bolsas e não o inverso**, como demonstra a redução do volume de ações das empresas cotadas nas Bolsas norte-americanas nos anos 80 e 90.

Um incentivo extraordinário a essa prática advém de o fato do rendimento dos próprios executivos ser, em grande parte, dependente do desempenho da empresa no mercado. A recompra de ações traduz também uma sinalização para o mercado quanto à determinação da empresa em sustentar os dividendos e as cotações de suas ações, ainda que artificialmente. Nesse sentido, essas operações são publicamente anunciadas, de modo a influenciarem na percepção dos investidores quanto ao potencial de valorização futura da empresa.

As recompras de ações pela própria empresa foram extremamente freqüentes nos anos 80 e 90, nos Estados Unidos (Gráfico 4). Partes substanciais do lucro das corporações tomaram o rumo dessas operações. Estima-se entre 10% e 30% a parcela do lucro que é destinada a recompra de ações.

Tal situação é amplificada pelo recurso ao endividamento com essa finalidade. A realidade da situação da empresa é, nesse caso, ainda mais mascarada. Como os investidores utilizam como medida do desempenho das empresas o retorno sobre fundos próprios — Return on Equity (ROE)<sup>16</sup> —, o recurso ao

---

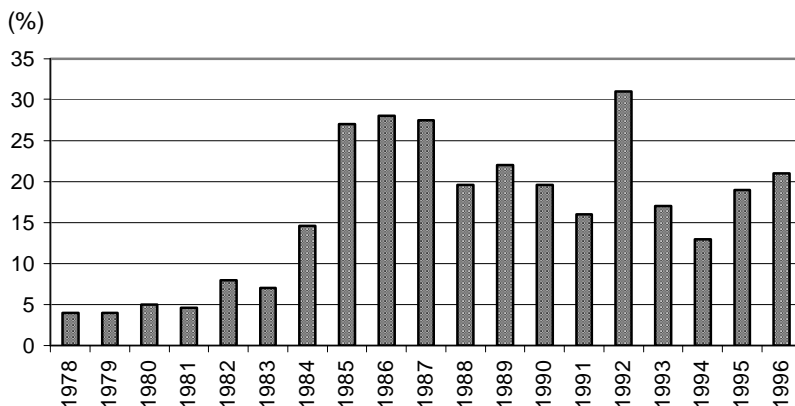
<sup>16</sup> O EVA medirá o retorno sobre fundos próprios, adicionando aos custos da empresa uma taxa de desconto convencional, correspondendo aos ganhos do ativo sem risco, no caso, o título do Tesouro norte-americano com vencimento em 10 anos. Inaugura-se, assim, uma era na qual o investidor possui direito ao rendimento do ativo sem risco **mais** um rendimen-



endividamento torna-se funcional para a obtenção de uma melhor performance financeira. Consta-se que o investimento das empresas não-financeiras não tendo um desempenho excepcional nos anos 80 e 90, nos Estados Unidos, no momento em que as taxas de lucro das empresas retomam uma trajetória ascendente, elas se encontram novamente endividadas. As exigências dos acionistas canceladas pelo modelo *shareholder* de governança corporativa não são estranhas a essa evolução.

Gráfico 4

Recompras de ações como parte dos lucros das empresas  
norte-americanas – 1978-96



FONTE: LAZONICK, W.; O'SULLIVAN, M. **Perspectives on corporatance, innovation and economic performance.** [S. l.: s. n.], 2000. Mimeografado.

Com o crescimento da capitalização acionária no mercado norte-americano na década de 90, as próprias fusões e aquisições, vistas teoricamente como disciplinadoras da atuação dos executivos e garantidoras da adesão aos mecanismos de governança corporativa preconizados pelos investidores, mudam de caráter.

Saem de cena as aquisições hostis que caracterizaram os anos 80, e, impulsionadas pelo desempenho do mercado acionário, as fusões e aquisições

---

to sobre fundos próprios. É importante ressaltar a existência de ao menos 14 formas distintas de avaliação do desempenho da empresa em relação aos fundos próprios.

são implementadas com objetivos especulativos e de valorização acionária no curto prazo. É importante ressaltar que isso se faz com a aquiescência (e o estímulo) dos investidores institucionais, sob o incentivo dos bancos de investimento. A própria forma de pagamento aos proprietários das empresas — a troca de ações — demonstra o objetivo financeiro de grande parte dessas aquisições, muitas vezes esdrúxulas e já revertidas, como no já clássico caso da aquisição da Time-Warner pela AOL.

Na medida em que a “bolha” explode nas Bolsas de Valores depois de 2000, essas aquisições são, hoje, motivo de um forte risco para as empresas proprietárias. Uma vez que as diferenças entre o valor de compra e o valor contábil dos fundos próprios das empresas adquiridas se deterioraram, parte dos fundos próprios das empresas compradoras encontra-se sob risco de depreciação, uma vez que essa diferença se inscreve nos ativos de seus balanços em três contas: as diferenças de aquisições *stricto sensu*, os fundos comerciais e as marcas (outras imobilizações intangíveis). Dada a onda de fusões e aquisições sem precedente nos anos 90, 66% dos fundos próprios das empresas norte-americanas em 2001 correspondiam a esses ativos, de caráter fortemente especulativo, dependentes do valor e do mercado das ações. A depreciação desses ativos representa uma dificuldade para a obtenção de crédito para essas empresas, uma vez que sua notação pelas agências tende a ser rebaixada, afetando o acesso e o custo do crédito.<sup>17</sup>

É nesse contexto de exacerbação da governança corporativa que problemas como os das fraudes contábeis das empresas norte-americanas têm de ser apreendidos. A desregulamentação e a confusão de *métiers* dentro da finança com a revogação do Glass-Steagal Act proporcionaram inúmeros conflitos de interesse, como ficou provado, principalmente, com o envolvimento da mescla de empresa de auditoria e banco de investimento que envolveu a atuação da Arthur Andersen no caso de fraude da Enron.<sup>18</sup>

Os verdadeiros ganhadores do processo que resulta na crise de confiança em Wall Street, em 2002, foram os *insiders* (executivos detentores de opções de

---

<sup>17</sup> Para um detalhamento do desempenho e do endividamento das empresas francesas e norte-americanas nos anos 90 analisados sob a ótica contábil e das divergências quanto às interpretações possíveis, ver Plihon *et al* (2002).

<sup>18</sup> Em 28 de abril de 2003, vários bancos atuando em Wall Street admitiram o pagamento de indenizações por haverem induzido clientes ao erro em seus investimentos a partir de relatórios fraudulentos sobre a situação das empresas por eles analisadas. O custo da indenização chega a US\$ 1,4 bilhão, cabendo a maior parte dessa conta aos bancos Citigroup (por sua unidade de investimentos Salomon Smith Barney), Credit Suisse First Boston (CSFB) e Merrill Lynch. A informação foi recolhida no *site* da revista **The Economist** ([www.economist.com](http://www.economist.com)), em 29.04.03.

ações, analistas de bancos de investimentos e os próprios bancos de investimentos e os bancos comerciais atuando no setor após a desregulamentação). E é a forma que toma o modelo de governança corporativa adotado que transforma os executivos das grandes empresas em *insiders*, a partir da farta distribuição de *stock-options*.

É interessante notar que foram as mudanças proporcionadas pelo modelo norte-americano de governança corporativa que possibilitaram a atuação dos executivos das empresas fraudadoras enquanto *insiders*. Diferentes tipos de fraudes atingiram empresas como a Enron, a WorldCom, a Arthur Andersen, a QWEST, a AOL, a Adelphia, dentre outras. Em comum, nesses casos, estava o desejo de burlar as informações que o princípio de transparência impunha fossem prestadas aos investidores, evitando as sanções dos mercados de capitais.<sup>19</sup>

Ora, a unidade de interesse entre executivos e acionistas que teoricamente seria obtida com a distribuição das opções de ações, mostrou-se, com o episódio das fraudes, válida apenas para os momentos de alta das ações. No momento em que a ameaça de queda mostrou-se real, tanto pelo restabelecimento do ciclo econômico tradicional — a idéia de ciclo estando precocemente enterada por analistas apressados quando da prolongada alta dos mercados acionários nos anos 90 — quanto por dificuldades advindas do gerenciamento das empresas, os executivos, agora detentores de ações, melhor informados sobre a situação real da empresa, dessolidarizaram-se do restante dos investidores, salvando seus ativos pessoais da derrocada.

Os países asiáticos em desenvolvimento e o Japão receberam com ironia os problemas de governança corporativa norte-americanos. Afinal, a falta de uma governança das empresas tal como preconizada por Wall Street era apontada como o principal fator da fraca performance econômica japonesa na década e pela crise de 1997 nos países do sudeste Asiático. Viu-se que o famoso “capitalismo de compadres”, tão criticado na ocasião, poderia ter extensões bem mais amplas dentro mesmo do país acusador.

## 5 - Conclusão

Este artigo mostrou que a ascensão em importância dos investidores institucionais (enquanto detentores da “poupança concentrada” que se transmuta

---

<sup>19</sup> Conforme o Economista Paul Krugman, mesmo após as medidas punitivas e as modificações na legislação contábil norte-americana, “(...) os detentores de informações privilegiadas em todos os Estados Unidos estão à vontade” (Krugman, 2003).

necessariamente em capital sob forma líquida<sup>20</sup>), bem como a imposição de normas de governança corporativa redistribuíram o poder no interior das empresas não financeiras norte-americanas, em um processo que se difunde velozmente a outros países. A visão *shareholder* redefine o objetivo da empresa, que passa a ser a **criação de valor para o acionista**.

Consagra-se, assim, a proeminência do financeiro sobre o produtivo no interior mesmo da empresa, que passa a ser avaliada — e a se comportar de forma próxima a — como outro ativo financeiro qualquer pelos investidores. A avaliação pública dos gestores e dos resultados e o exibicionismo midiático passam a ser praxe, confundidas com transparência nos processos decisórios. Para garantirem a adesão dos gerentes ao seu projeto e participarem ativamente do governo das empresas, os investidores, ajudados pelo movimento de desregulamentação dos mercados financeiros, apoiaram-se em três fatores:

- a) a criação de uma mercado mundial de empresas (o qual se conformará de forma efetiva em meados dos anos 90);
- b) o aumento da remuneração variável dos executivos sob a forma de opções de ações;
- c) a institucionalização de regras e de códigos que homogeneizam o comportamento e as forma de avaliação das empresas cotadas em Bolsa.

Essas mudanças na governança corporativa disseminam-se, apoiadas pela internacionalização dos investidores, em escala mundial. Essa difusão não se dá de forma homogênea, mas as modificações que se vêem na governança corporativa em alguns países que antes podiam ser considerados símbolos de uma “outra forma de organização do capitalismo”, como a Alemanha, se aproximam do modelo norte-americano.

Como resultado, as mudanças na forma de avaliação do seu desempenho levam as empresas a privilegiarem investimentos menos arriscados e cujas performances possam ser obtidas em prazo mais curto, com repercussões sobre o processo de pesquisa e o desenvolvimento de novos produtos. Confrontadas a exigências cada vez maiores e mais precisas de parte dos investidores, as empresas foram, em concordância com os acionistas, buscando meios de conseguirem alcançar, ainda que artificialmente, a rentabilidade exigida. Ajudadas pelo avanço das cotações em Bolsa, as fusões e aquisições de caráter meramente financeiro explodiram durante a década de 90. As recompras de ações, por vezes realizadas com recursos de terceiros, também fizeram parte do arsenal utilizado para inflar o resultado das empresas, de modo que estas passaram a financiar o mercado e não o inverso.

---

<sup>20</sup> Sobre essa abordagem, ver Chesnais (2001).

Com a reversão do ciclo econômico ao final da década de 90 e a confusão de atribuições entre os atores do mercado financeiro trazida pela descompartimentalização das funções, abriu-se espaço para as fraudes contábeis no início da atual década, que causariam grandes quedas nas Bolsas de Valores norte-americanas quando de sua descoberta em 2002. Tardamente, “descobriu-se” que os executivos não se solidarizavam com os acionistas comuns em caso de queda das ações e, pior, que podiam utilizar sua maior informação sobre a real situação da empresa em proveito exclusivo.

No entanto, a ameaça maior provém da crise de confiança na eficiência organizacional da economia norte-americana, o que poderia levar, em caso de desengajamento dos investidores estrangeiros, a uma desconfiança no papel do dólar enquanto moeda internacional, no momento em que o modelo norte-americano de capitalismo abre brechas para sua contestação. Do episódio das fraudes contábeis, fica uma lição: a construção de novas regras no plano microeconômico que levem em conta o conjunto dos atores afetados pelas decisões das empresas e não apenas os acionistas é tão necessária quanto a reforma do sistema financeiro internacional, desafiado por crises periódicas depois de sua desregulamentação.

## Referências

BERLE, A.; MEANS, G. **The modern corporation and private property**. New York: McMillan, 1932.

CHARREAUX, G.; DESBRIÈRES, P. Gouvernance des entreprises: valeur partenariale contre valeur actionnariale. **Finance Contrôle Stratégie**, [S. l. : s. n.], v. 1, n. 2, p. 57-88, juin, 1998.

CHESNAIS, F. (Org.). **La mondialisation financière: genèse, coût et enjeux**. Syros, Paris: Syros, 1996. 307p.

CHESNAIS, F. **La théorie du régime d'accumulation financiarisé: contenu, portée et interrogations**, 2001. [S. l.: s. n.] Mimeografado.

CHESNAIS, François; PLIHON, Dominique (Org.) Appel des économistes pour sortir de la pensée unique. **Les Pièges de la Finance Mondiale**, Paris: Syros, 2000. 238p.

CORIAT, B.; WEINSTEIN, O. **Les nouvelles théories de l'entreprise**. Paris: Le Livre de Poche, 1995. 218p.

CYERT, R. M.; MARCH, J. G. **A behavioral theory of the firm**. [S. l.]: Prentice-Hall, 1963.

DAY of reckoning. **The Economist**. [S. l.: s. n.] Disponível em: [www.economist.com](http://www.economist.com) Acesso em: 29.04.2003.

FINANCIAL MARKET TRENDS, [S. l.]: OCDE, n. 80, Sept. 2001.

GRAHAM, J.; LEMMON, M.; WOLF, J. **Does corporate diversification destroy value?**. [S. l.: s. n.], 1998. 47 p. Mimeografado.

HALLARY, I. Les promesses non tenues de la globalisation financière. In: CHESNAIS, François; PLIHON, Dominique (Org.) Appel des économistes pour sortir de la pensée unique. **Les Pièges de la Finance Mondiale**, Paris: Syros, 2000. 238p.

HÖPNER, M. **Shareholder value and industrial relations in Germany**: 10 thesis. [S. l.: s. n.], 2001. (Paper prepared for the 13<sup>th</sup> anual meeting of the Society for the Advancement of Socio-Economics, Amsterdam, 28 Juin -1<sup>st</sup> July). Disponível em: <http://www.mpi-fg-koeln.mpg.de/Sysbez/Shareholder-text.pdf>

JEFFERS, E.; PLIHON, D.; PONSARD, J. P. Montée en puissance des fonds d'investissements étrangers et impacts sur la gestion des entreprises industrielles. [S. l. : s. n.], 2000. 29p. Mimeografado.

JOLIOT, P. La recherche passionnément. Paris: Odile Jacob, 2001. 210p.

KRUGMAN, P. Luta inglória. **O Estado de São Paulo**. [S. l.: s. n.] Disponível em: [www.estado.com.br](http://www.estado.com.br) Acesso em: 03.05.2003.

LAUZON, L. P.; HASBANI, M. **Analyse socio-économique de l'industrie pharmaceutique brevetée pour la période 1991-2000**. [S. l.: s. n.], 2002. Disponível em: [www.attac.org](http://www.attac.org)

LAZONICK, W.; O'SULLIVAN, M. Finance and industrial development. Part I: United States and United Kingdom. **Financial History Review**, Cambridge, UK: [s. n.], v. 4, p. 7-29, Apr., 1997.

LAZONICK, W.; O'SULLIVAN, M. Finance and industrial development: evolution to market control. Part. 2: Japan and Germany. **Financial History Review**, Cambridge: Royaume-Uni, v. 4, pt. 2, 1997b.

LAZONICK, W.; O'SULLIVAN, M. Maximising shareholder value: a new ideology for corporate governance. **Economy and Society**, London: Routledge, v. 29, n. 1, p. 13-35, 2000b.

LAZONICK, W.; O'SULLIVAN, M. Perspectives on corporate governance, innovation and economic performance. [S. l.: s. n.], 2000. Mimeografado.

MITCHIE, J.; GRIEVE Smith, J. **Globalization, growth and governance**: creating an innovative economy. London: Oxford University Press, 1998. 271p.

ORLÉAN, A. **Le pouvoir de la finance**. Paris: Odile Jacob, 1999. p. 201, 275p.

O'SULLIVAN, M. Sustainable prosperity, corporate governance and innovation in Europe. In: MITCHIE, J.; GRIEVE Smith, J. **Globalization, growth and governance**: creating an innovative economy. London: Oxford University Press, 1998. 271p.

PLIHON, D. et al. **Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance**. Paris: La Documentation Française, 2002. 210p.

PRINCIPLES of corporate governance. [S. l.]: OCDE, 1999.

SCHLEIFFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, [S. l.: s. n.], v. 7, n. 2, p. 737-781, 1997.