

O Modelo Norte-americano de Governança Corporativa:
gênese, instrumentos e consequências

André Luís Forti Scherer

As fraudes contábeis que vieram à luz nos Estados Unidos no final de 2001 podem parecer, a 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 1990, em seu apogeu simbólico e financeiro.

Foram atingidos a confiança e o imaginário quanto a esse poderio, e, conjuntamente, 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.

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 por uma mídia especializada, cada vez mais presente e invasiva, constituiu-se um 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 desse artigo é apontar as raízes históricas e teóricas e a forma empírica que tomou o modelo de governança corporativa nos Estados Unidos nas décadas de 1980 e 1990. Nesse sentido, pretende-se demonstrar que a hegemonia da esfera financeira, consensual no que tange as questões relativas à macroeconomia, têm como *contrapartida microeconômica* a modificação no modo de 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 investimentos), com

consequências 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 criador, paulatinamente, 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.

Esse artigo se divide em quatro partes. Em uma 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 1990, possuíam outro modo de financiamento e organização interna de suas empresas, como o Japão, a Alemanha e os países em desenvolvimento. As consequências da expansão e da dominação de uma estrutura organizacional voltada exclusivamente à "criação de valor para o acionista" serão analisadas em uma terceira seção. Uma última parte mostrará como a exacerbação desse modelo criou um ambiente propício à ocorrência das fraudes nos balanços das corporações norte-americanas.

1) Do surgimento do mercado de capitais à teoria da agência: uma visão histórica da governança corporativa nos Estados Unidos¹

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

¹ Não é nossa intenção nessa parte revisar de modo exaustivo as etapas do desenvolvimento da grande empresa norte-americana nem das teorias que tratam da separação entre executores e proprietários das grandes empresas, mas de situar o leitor no contexto da evoluçãodo debate em questão.

grandes corporações. Essa distinção é importante pois demitifica a importância do financiamento via mercado para o surgimento das grandes empresas.²

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 (quadro 1).

Quadro 1

O conceito de governança corporativa

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

A definição *ortodoxa* de governança corporativa estabelece que "*a governança corporativa diz respeito ao modo pelo qual os financiadores das empresas podem se assegurar de receberem um retorno sobre seus investimentos*" (Schleiffer e 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 e 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

² O quê, ademais, pode ser facilmente constatado para o caso alemão, onde a principal fonte de financiamento para a grande empresa sempre passou pelo crédito bancário.

lucros que serão distribuídas aos investidores (acionistas). As repercussões sobre a determinação do crescimento e da repartição da renda social são evidentes.

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 trabalhadores³. 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 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 sobre uma visão *shareholder* enquanto forma de controle e de organização da empresa⁴.

Teoricamente, esse modelo passa a ser questionado quando, desafiadas a partir de meados dos anos 60 na esfera internacional, os lucros das grandes corporações caem, prejudicando o rendimento dos acionistas. Esse quadro irá se agravar no momento em que, durante os anos 70, o valor patrimonial dos investimentos vê-se erodido pela elevação na inflação nos Estados Unidos, o que agrava as consequências para os investidores 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

³ The dominant perspective on corporate governance of the post-World War II decades, "managerialism" reflected the prominence of the large-scale corporate enterprise (...). (...) Corporate managers largely controlled the allocation of these resources without interference in strategic decisions from shareholders or workers - Lazonick, W. et O'Sullivan, M. (2000, p. 4-5).

⁴ A visão *stakeholder* da corporação diz respeito a necessidade de se administrar levando em consideração a participação e as consequências das decisões da empresa para todos àqueles que são direta ou indiretamente afetados por essas ações (de empregados a fornecedores). Por sua vez a visão *shareholder* reconhece somente o acionista – àquele que toma o risco – como merecedor da preocupação dos gerentes.

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 – 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 empresa⁵. 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 se dá no sentido que, sendo muito amplas e diversas as fontes potenciais de conflitos de interesses entre proprietários e gerentes no seio das grandes empresas⁶, a única forma de garantir a remuneração adequada aos acionistas da empresa passa pelo reforço da coerção dos executivos.

Têm-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 1980, que possibilitará o surgimento dos mecanismos necessários que darão relevância prática a essas considerações 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 quem 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

⁵ Uma resenha do desenvolvimento teórico da questão sob a ótica da economia industrial pode ser vista em Coriat, B. e Weinstein, O. (1995).

⁶ As fontes potenciais de divergência de interesse entre acionistas e gerentes passam pelas políticas de crescimento para a firma, o horizonte de atuação adequado, a aversão ao risco e a política de remunerações – Orléan, A., 1999, p.201.

os comportamentos nos mercados financeiros, *a teoria da agência vai moldar a governança corporativa e o comportamento dos atores no mercado nos anos 1980 e 1990, 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, 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 real. Isso ocorre uma vez que 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. Assim, 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 se iguala 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 eficiente⁷. Sob esta ótica, O problema da governança corporativa, tal como visto na definição de Schleiffer e Vishny, passa a ser como garantir um comportamento dos gerentes que maximize esse resíduo, no interesse dos únicos tomadores de risco (os investidores na firma).

A empresa passa a ser compreendida unicamente sob sua dimensão financeira, o que vai possibilitar uma uniformização de procedimento a serem perseguidos pelos gestores das atividades empresarias, independentemente do

⁷ 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, G. e Desbrières, P. (1998).

ramo de atividade. Nesse contexto, ganha corpo a partir dos anos 1980 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 e sofisticados os chamados *princípios de governança corporativa*⁸. 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 pré-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 equitável dos acionistas minoritários e estrangeiros;
- c) o respeito às leis locais;
- d) a publicidade e acesso aos resultados das empresas (princípio da transparência);
- e) adoção de um manual interno de respeito aos princípios de governança corporativa e de sua difusão junto ao trabalhadores e dirigentes, deixando clara sua obediência às orientações e determinações dos acionistas.

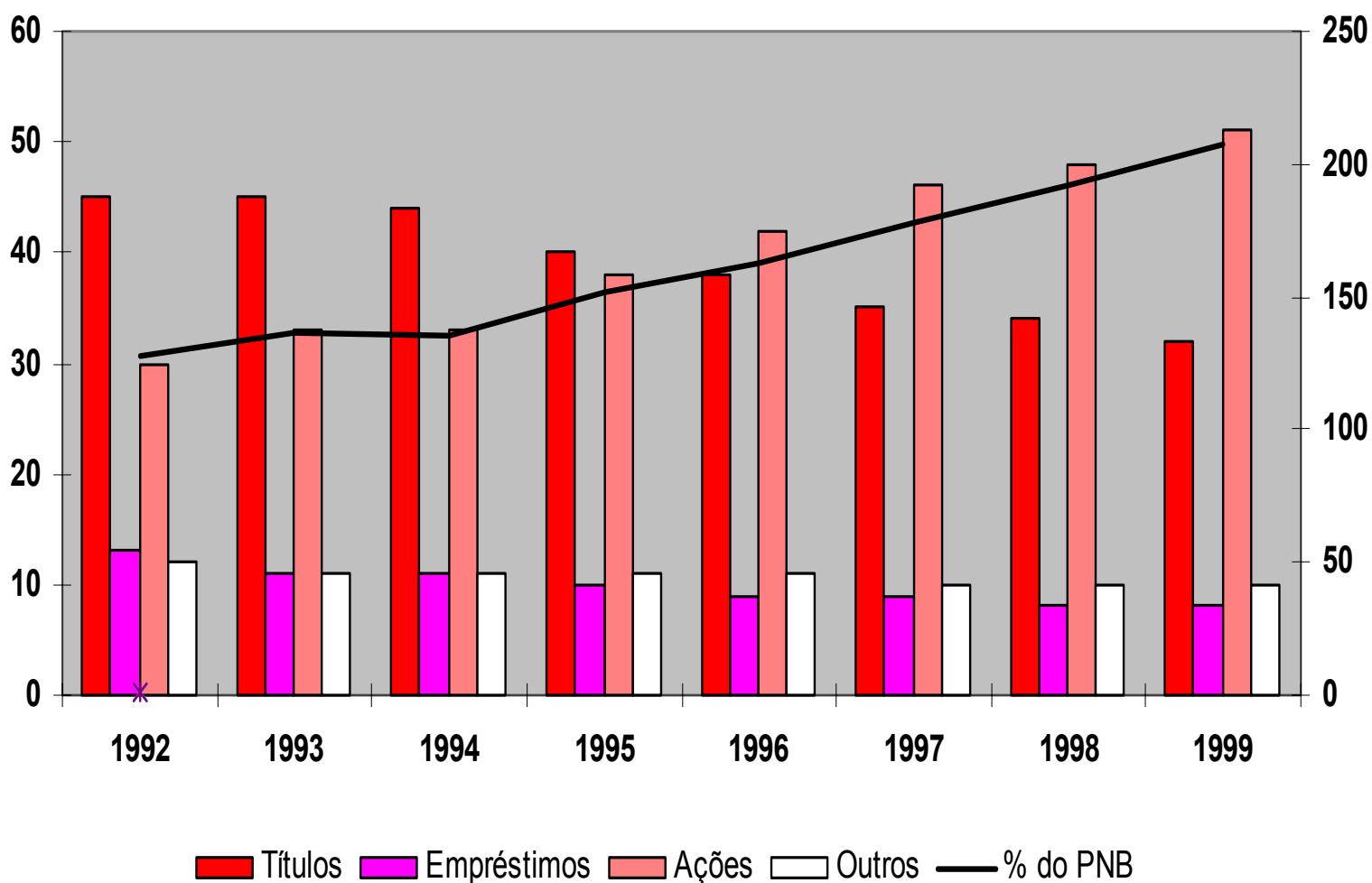
É importante salientar que esses referidos princípios são detalhados em inúmeras regras, conformando um documento que estrutura as relações no interior da empresa e com o seu "público externo" no interesse dos acionistas. Assim, inversamente ao que ocorria até a década de 1980, os acionistas assumem assim uma posição fiscalizatória da conduta das empresas quanto ao respeito aos seus interesses. Esse conjunto de princípios tem por objetivo homogeneizar a

⁸ 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, A. (1999), p.216, *op. cit.*.

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

Gráfico 1

**Composição relativa do portfolio dos investidores institucionais
norte-americanos (%) – 1992-1999**



Fonte: elaboração do autor com base em dados disponíveis em OCDE (2001), op. cit.

O surgimento de um tipo de acionista que têm na concentração da poupança sua principal fonte de poder é fruto da desregulamentação dos mercados financeiros 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 corporações⁹.

Esse novo grupo de interesse é representado principalmente pelos chamados investidores institucionais (fundos de pensão, fundos de investimento, seguradoras, fundos hedge)¹⁰. Atuando em bloco, este grupo passa a deter o 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 a 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 1990. 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 –¹¹, isso pode ser particularmente observado nos Estados Unidos.

Nesse país, incentivos fiscais direcionaram grande parcela da poupança da população para esses fundos, que passam a manejar um volume de recursos bastante superiores mesmo ao PNB do país, direcionando grande parte – novamente beneficiados por mudanças legais favoráveis à ativos de maior risco – para investimentos em ações (*gráfico 1*). Desta forma, a parcela dos investimentos destinada às ações nos anos 1990 pelos investidores institucionais atinge 51% em 1999, aportando a liquidez que possibilita o *boom* que conheceram as bolsas norte-americanas à época.

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

⁹ 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, A. (1999), p.214, *op.cit.*.

¹⁰ 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 - CB e benefício definido - DB). Um aprofundamento dessa questão escapa ao objeto desse artigo mas pode ser visto em Jeffers, E., Plihon, D. et Ponsard, J-P. (2000).

¹¹ OCDE (2001).

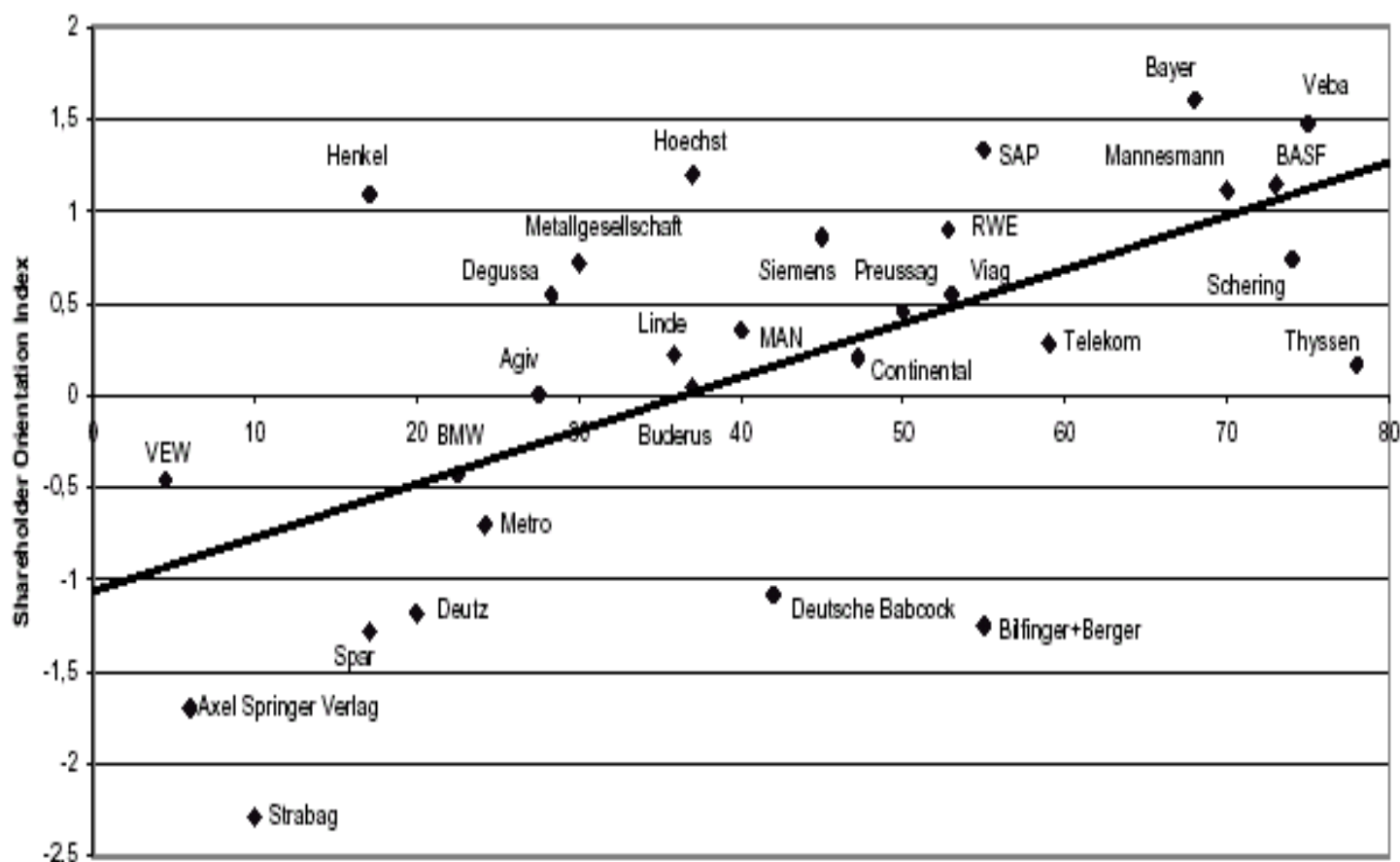
as opções de ações (*stock-options*) como recompensa ao bom desempenho da empresa no mercado, favorecidas por lei nos Estados Unidos depois de 1994, também com tratamento tributário favorável (isenção fiscal que custou cerca de US\$ 56,4 bilhões aos cofres públicos em 2000). Os salários dos executivos 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 obtém forte notoriedade e respeito na sociedade norte-americana da década de 1990. 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 à valorização nominal do patrimônio da empresa medida pelo seu valor acionário.

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% de remuneração anual, em média). Aqueles executivos que se mostram incapazes de atingirem os objetivos fixados correm sério risco de demissão e são publicamente execrados em publicações especializadas destinandas aos investidores.

O círculo da ultra-competição 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.

Gráfico 2

Orientação de 30 corporações alemãs frente aos princípios de governança corporativa*



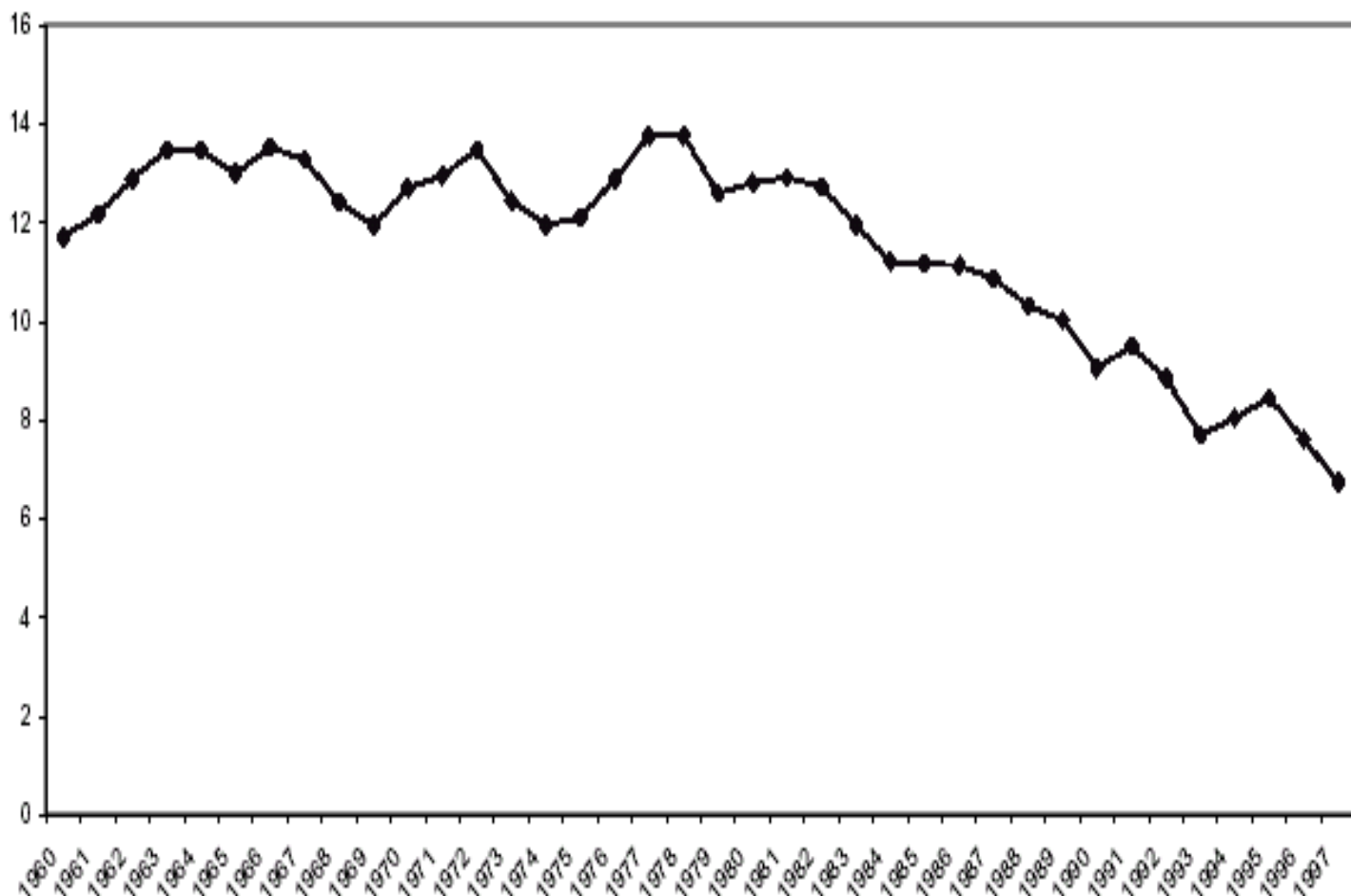
* O *shareholder orientation index* relaciona a participação dos investidores institucionais no capital da empresa (eixo horizontal) à proximidade da empresa aos princípios de governança corporativa (eixo vertical).

Fonte: Höpner, M. (2001)

Do ponto de vista do gestor do fundo, passa a ser preferível errar com todos os demais, obtendo uma *performance* média compatível ao 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 financiarem transgressões às normas tácitas vigentes em um dado instante. A todo instante os investidores podem "votar com os pés", ou seja, abandonarem massivamente as empresas transgressoras, resultando em queda abrupta do valor patrimonial da empresa.

Gráfico 3

Tempo médio de permanência no cargo dos diretores de 40 corporações alemãs (1960-1997)



Fonte: Höpner, M. (2001), op. cit.

Nos anos 1990, esse modelo começa a ser exportado à Europa e ao Japão por investidores institucionais ávidos por diversificarem internacionalmente suas atividades. Tomando 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, têm-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 aquelas que mais se adaptam aos princípios norte-americanos de governança corporativa (*gráfico 2*). Verifica-se também a redução pela metade do tempo de permanência dos dirigentes à frente das empresas (de 15 para cerca de 7 anos), agora submetidos à pressão mais efetiva de parte dos investidores institucionais (*gráfico 3*), com a introdução de um modelo de governança corporativa nos moldes daquele preconizado pelos investidores norte-americanos.

3) Consequências 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 levam 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 de novos produtos;
- c) quanto ao envolvimento de empresas não financeiras como partícipes cada vez mais ativos dos mercados financeiros.

Nesse artigo, nós nos concentraremos sob os aspectos diretamente ligados às mudanças na forma de gestão das empresas. Os fatos mais salientes dão conta 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 1960). Além disso, permite uma comparação mais 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 tendo sua avaliação

dificultada pela presença da empresa em vários ramos de atividade, o que leva a uma dificuldade na punição pelo mercado das empresas que "destróem valor"¹².

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 constitui depois da década 1980, o qual, como visto, é considerado fundamental para a disciplina dos gerentes pelos acionistas.

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, reverterem a situação. Cabe aqui um parêntese importante. Trata-se efetivamente de publicizar 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, é mais importante 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 suas metas para com os investidores. A primeira tem como objeto o anúncio da venda ou encerramento de atividades de unidades que não criam valor como esperado, representando um mau uso dos fundos próprios¹³. Um segundo, trata do anúncio da demissão de trabalhadores. Como resultado da pressão dos investidores e do caráter "midiático" do modelo adotado, os anúncios

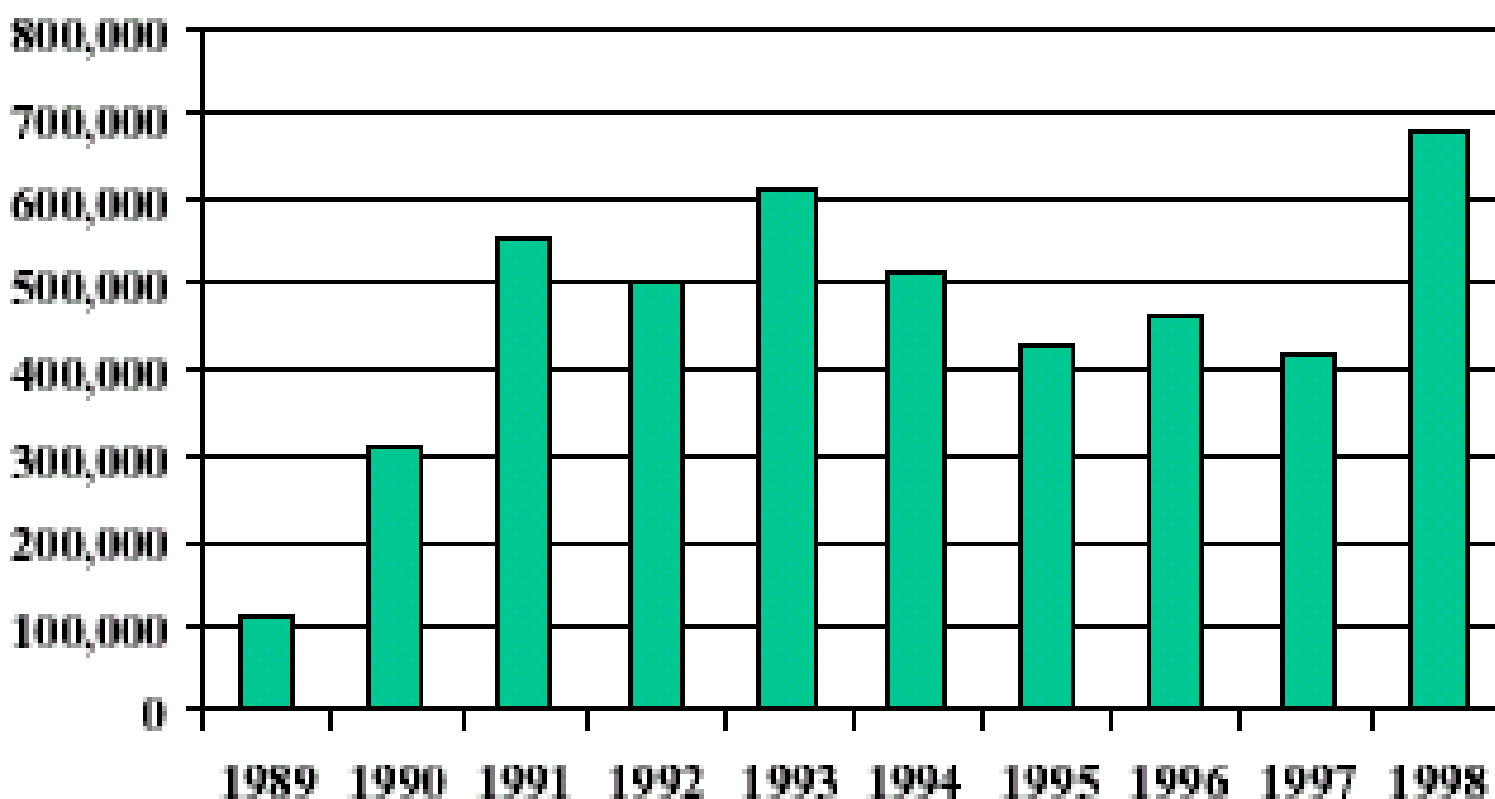
¹² A destruição de valor diz respeito ao engajamento em qualquer atividade que não maximize o valor para o acionista, ainda que esta se mostre lucrativa. O horizonte temporal para essa avaliação é aqui fundamental, muitos dos investimentos em inovação e em expansão sendo confrontados pela incerteza inerente à atividade empresarial no mundo capitalista. Uma resenha relacionando a "destruição de valor" a diversificação das atividades das empresas pode ser vista em Graham, J., Lemon, M. e Wolf, J. (1998).

¹³ 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.

de demissões crescem nas grandes empresas, mesmo em momentos de crescimento econômico nos Estados Unidos (*gráfico 4*). É importante ressaltar que esses anúncios podem ser seguidos ou não pela sua efetivação, os espíritos dos investidores estando marcados pela publicização da medida a ser adotada e não por um acompanhamento sistemático das ações das empresas.

Gráfico 4

**Anúncios de demissões pelas grandes corporações norte-americanas
1989-1998**



Fonte: Lazonick, W. e O'Sullivan, M. (2000).

A empresa passando a ser avaliada 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 ações que possuem

mais possibilidades de portarem frutos a curto prazo serão preferidas àquelas mais incertas e de prazo mais longo de maturação¹⁴.

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 financeira¹⁵.

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 esperar o engajamento financeiro de longo prazo"*¹⁶, 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 1990, 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 anunciarem perspectivas de aplicações de curto prazo para certas pesquisas que eles mesmos consideram irrealistas, como única forma de obterem financiamento¹⁷.

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 se altera, tornando-se mais generoso com os acionistas (*gráfico 5*). O compromisso prioritário acordado à distribuição pode ser visto com clareza nos dados disponíveis para indústria farmacêutica, intensiva em Pesquisa & Desenvolvimento. Nessa indústria, as nove maiores empresas distribuíram US\$ 146 bilhões aos acionistas, enquanto aplicaram em US\$ 113 bilhões em P&D no período 1991-2000¹⁸.

¹⁴ Os custos são, por definição, irre recuperáveis em caso de fracasso do processo de inovação.

¹⁵ Hallary, I. (2000), p.87.

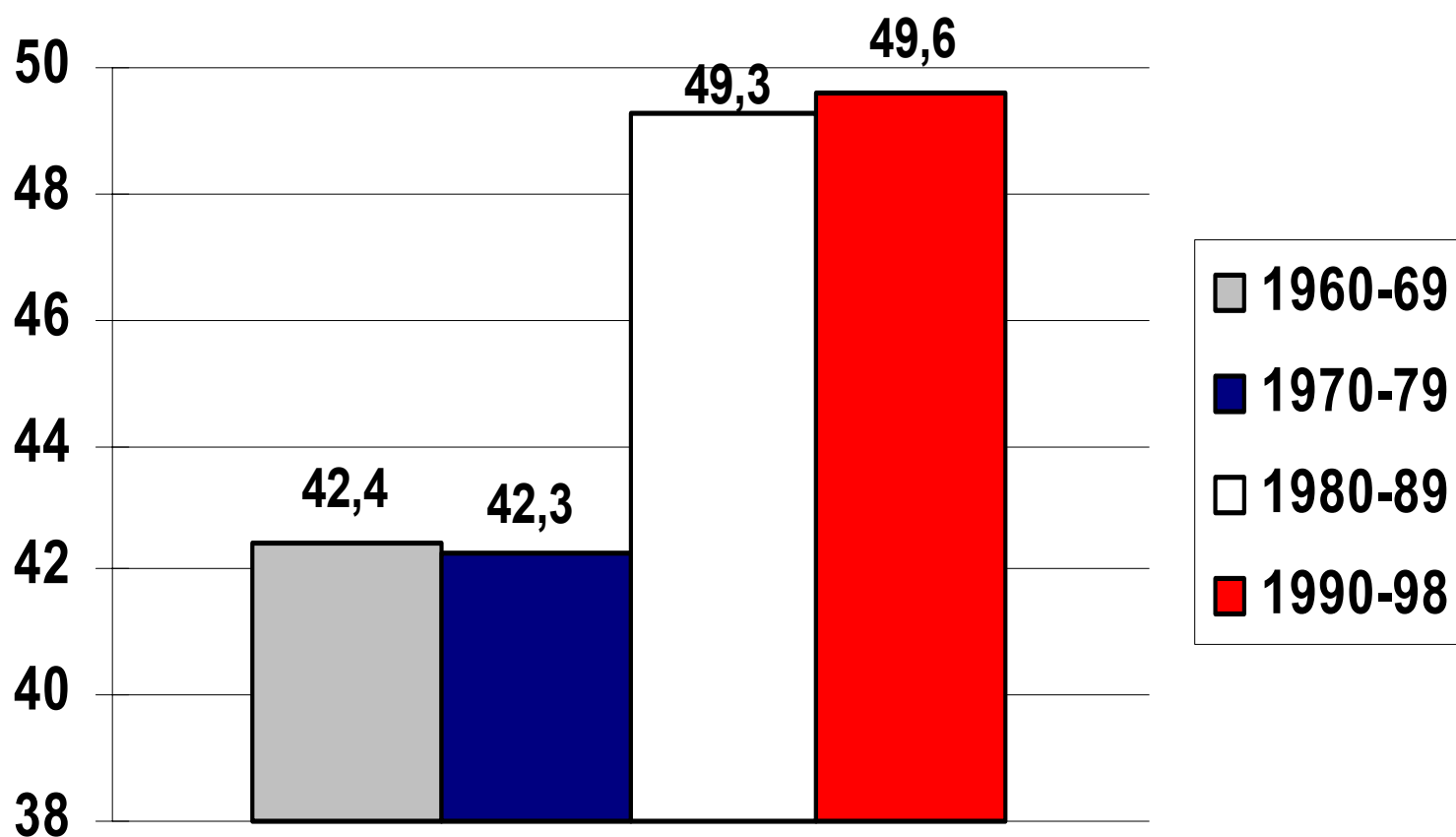
¹⁶ O'Sullivan, M. (1998), p. 188-190.

¹⁷ Joliot, P. (2001), p.31.

¹⁸ Lauzon, L.-P., Hasbani, M. (2002).

Gráfico 5

**Evolução da participação dos dividendos sobre os lucros líquidos
nas empresas cotadas em bolsa nos Estados Unidos
1959-1998**



Fonte: Lazonick, W. e O'Sullivan, M. (2000).

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

A valorização acionária das empresas tendo sido erigida como medida única para o desempenho dos executivos, é normal que esses 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, à 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 1980 e 1990.

Um incentivo extraordinário a essa prática advém do fato do rendimento dos próprios executivos serem em grande parte dependentes do desempenho da empresa no mercado. A recompra de ações traduz também uma sinalização para o mercado quanto a 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 1980 e 1990 nos Estados Unidos (*gráfico 6*). 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.

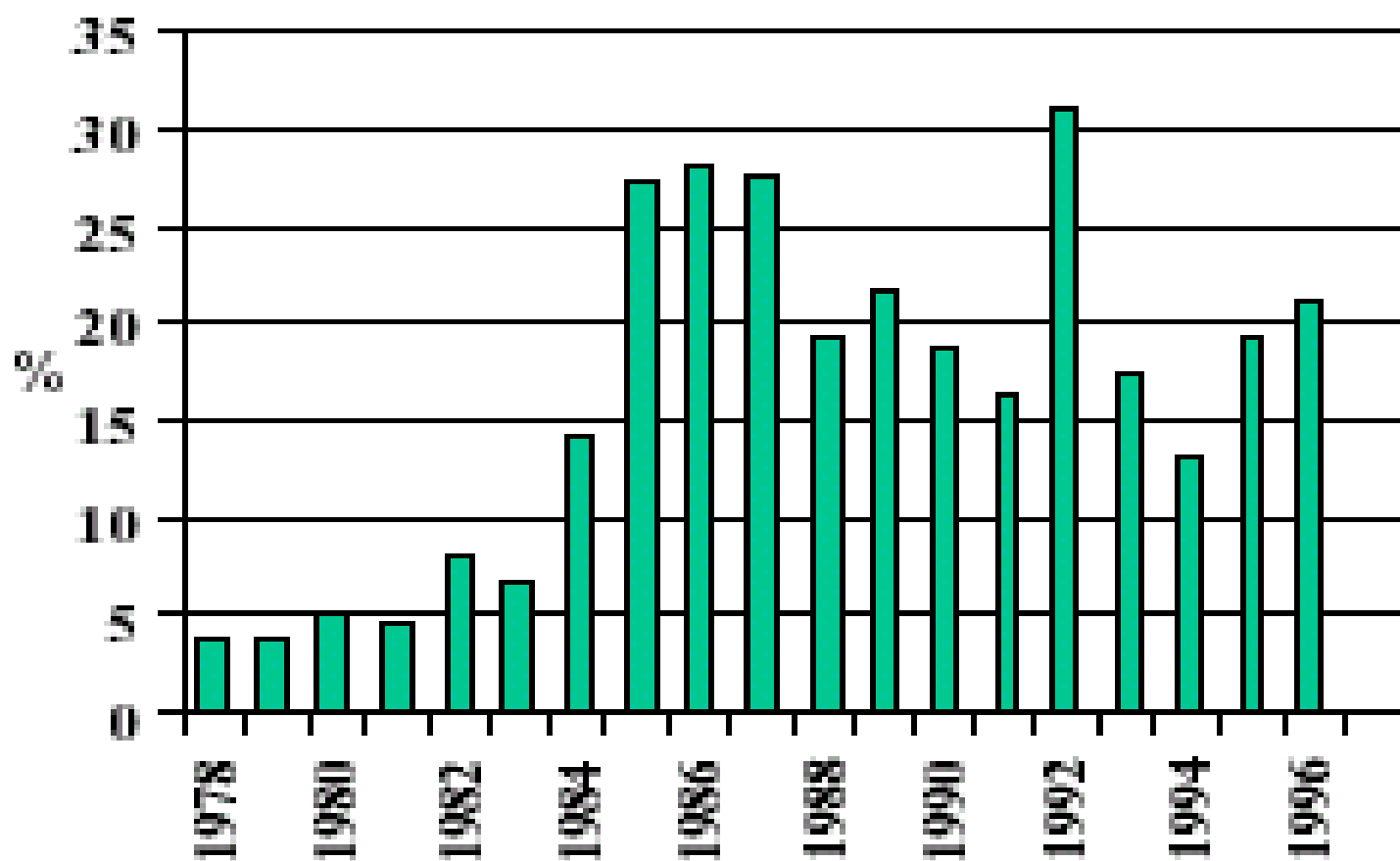
Essa situação é amplificada pelo recurso ao endividamento com essa finalidade. A realidade da situação da empresa é nesse caso ainda mais mascarada. Como os investidores utilizam como medida do desempenho das empresas o retorno sobre fundos próprios (*Return on Equity – ROE*)¹⁹, o recurso

¹⁹ 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 rendimento 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.

ao endividamento se torna funcional à obtenção de uma melhor *performance* financeira. Constatase que o investimento das empresas não-financeiras não tendo um desempenho excepcional nos anos 1980 e 1990 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 chanceladas pelo modelo *shareholder* de governança corporativa não são estrangeiras a essa evolução.

Gráfico 6

**Recompras de ações como parte dos lucros das empresas
norte-americanas (%) – (1978-1996)**



Fonte: Lazonick, W. e O'Sullivan, M. (2000), op. cit.

Com o crescimento da capitalização acionária no mercado norte-americano na década de 1990, 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 1980, e, impulsionadas pelo desempenho do mercado acionário, fusões e aquisições são implementadas com objetivos especulativos e de valorização acionária em 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 caso clássico 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 deteriora, parte dos fundos próprios das empresas compradoras se encontra sob risco de depreciação, uma vez que essa diferença se inscreve nos ativos em 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 1990, 66% dos fundos próprios das empresas norte-americanas em 2001 correspondiam a esses ativos, de caráter fortemente especulativo, dependentes do valor e 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 rebaizada, afetando o acesso e o custo do crédito²⁰.

É nesse contexto de exacerbação da 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* proporcionou 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.

²⁰ Para um detalhamento do desempenho e do endividamento das empresas francesas e norte-americanas nos anos 1990 analisados sob a ótica contábil e das divergências quanto às interpretações possíveis, ver Plihon, D. *et alii* (2002).

Os verdadeiros ganhadores do processo que resulta na crise de confiança em Wall Street em 2002 foram os *insiders* (executivos detentores de opções de ações, analistas de bancos de investimentos e os próprios bancos de investimentos e bancos comerciais atuando no setor após a desregulamentação). 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, entre 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.

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 enterrada por analistas apressados quando da prolongada alta dos mercados acionários nas anos 1990 –, 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 e 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

Esse artigo mostrou que a ascensão em importância dos investidores institucionais (enquanto detentores da "poupança concentrada" que se transmuta necessariamente em capital sob forma líquida²¹), 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, se apoiaram em três fatores:

- a) a criação de um mercado mundial de empresas (o qual se conformará de forma efetiva em meados dos anos 1990);
- b) o aumento da remuneração variável dos executivos sob a forma de opções de ações;
- c) a institucionalização de regras e de códigos que homogeneizem o comportamento e a 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, aproximam-se 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.

²¹ Sobre essa abordagem, ver Chesnais (2001)

Confrontadas à 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. Ajudada pelo avanço das cotações em bolsa, as fusões e aquisições de caráter meramente financeiro explodiram durante a década de 1990. 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.

Com a reversão do ciclo econômico ao final da década de 1990 e a confusão de atribuições entre os atores do mercado financeiro trazido pela descompartmentalização 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, 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 da economia organizacional 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, fica uma lição: a construção de novas regras no plano microeconômico, levando em conta o conjunto dos atores afetados pelas decisões das empresas e não apenas os acionistas, é tão necessária quanto à reforma do sistema financeiro internacional, desafiado por crises periódicas.

Bibliografia:

- Appel des économistes pour sortir de la pensée unique (organisé par François Chesnais et Dominique Plihon), (2000), *Les pièges de la finance mondiale*. Syros, Paris, 238 p.
- Berle, A. e Means, G. (1932), *The modern corporation and private property*. McMillan, New York.

- Charreaux, G. e Desbrières, P. (1998), Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale. *Finance Contrôle Stratégie*, Volume 1, N° 2, juin 1998, p. 57 – 88.
- Chesnais, F. (org.) (1996), *La mondialisation financière : genèse, coût et enjeux*. Syros, Paris, 307 p.
- Chesnais, F. (2001), La théorie du régime d'accumulation financiarisé : contenu, portée et interrogations. *Mimeo*.
- Coriat, B. e Weinstein, O. (1995). *Les nouvelles théories de l'entreprise*. Le Livre de Poche, Paris, 218 p.
- Cyert, R. M. e March, J. G. (1963). *A behavioral theory of the firm*. Prentice-Hall.
- Graham, J., Lemmon, M. et Wolf, J. (1998), *Does corporate diversification destroy value?*, *mimeo*, 47 p.
- Hallary, I. (2000), *Les promesses non tenues de la globalisation financière*. In: Appel des économistes pour sortir de la pensée unique, *op.cit*.
- Höpner, Martin (2001), *Shareholder value and industrial relations in Germany: 10 thesis*. Paper prepared for the 13th anual meeting of the Society for the Advancement of Socio-Economics, Amsterdam, 28 juin -1st july. Disponible no site Internet <http://www.mpi-fg-koeln.mpg.de/Sysbez/Shareholder-text.pdf>
- Jeffers, E., Plihon, D. et Ponsard, J-P. (2000), *Montée en puissance des fonds d'investissements étrangers et impacts sur la gestion des entreprises industrielles*. *Mimeo*, 29 p.
- Joliot, P. (2001), *La recherche passionnément*. Odile Jacob, Paris, 210 p.
- Lauzon, L-P e Hasbani, M. (2002). *Analyse socio-économique de l'industrie pharmaceutique brevetée pour la période 1991-2000*. Disponible no site www.attac.org
- Lazonick, W. et O'Sullivan, M. (1997). Finance and industrial development. Part I : United States and United Kingdom. *Financial History Review*, v.4. Cambridge, UK, april, pp. 7-29.
- Lazonick, W. et O'Sullivan, M. (1997b). Finance and industrial development: evolution to market control. Part 2 : Japan and Germany. *Financial History Review*, v.4, part 2. Cambridge, Royaume-Uni.
- Lazonick, W. et O'Sullivan, M. (2000). *Perspectives on corporate governance, innovation and economic performance*. *Mimeo*.

- Lazonick, W. et O'Sullivan, M. (2000b), Maximising shareholder value : a new ideology for corporate governance. *Economy and Society*, v.29, n° 1. Routledge, London, pp. 13-35.
- Mitchie, J. et Grieve Smith, J. (1998), *Globalization, growth and governance : creating an innovative economy*. Oxford University Press, London, 271 p.
- OCDE (1999), *Principles of Corporate Governance*.
- OCDE (2001). *Financial Market Trends*, n. 80, september.
- Orléan, A. (1999:201). *Le pouvoir de la finance*. Ed. Odile Jacob, Paris, 275 p.
- O'Sullivan, M. (1998), Sustainable Prosperity, Corporate Governance and Innovation in Europe. *In* : Mitchie, J. et Grieve Smith, J., *op. cit.*
- Plihon, D. *et alii* (2002). *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*. La documentation française, Paris, 210p.
- Schleiffer, A. et Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, vol. VII, n° 2. pp. 737-781.

Resumo:

Esse artigo trata da evolução do modelo norte-americano de governança corporativa e de sua exacerbação depois dos anos 1980. É analisada a gênese 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 impelem as empresas a aceitarem esse modelo bem como suas conseqüências para as estratégias e decisões das corporações. O texto se encerra com uma apreciação dos desvios causados pela exacerbação do modelo, que levaram mesmo a possibilidade de ocorrência de fraudes contábeis e a abalos nas bolsas de valores norte-americanas.