

## Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos Anos 90\*

NELSON SIFFERT FILHO\*\*



**RESUMO** O propósito deste artigo é desenvolver o enfoque das corporações enquanto uma estrutura de governança, buscando-se analisar as relações decorrentes da separação entre a propriedade e a gestão. Sendo assim, seguindo a metodologia apresentada por Thomsen e Pedersen (1995), da Copenhagen Business School, são examinadas, durante o período 1990/97, as mudanças no controle societário das 100 maiores empresas não-financeiras na economia brasileira, independentemente de o controle ser privado nacional, estatal ou estrangeiro. Buscar-se-á também realizar comparações da experiência brasileira com padrões observados nas economias desenvolvidas. No caso brasileiro, uma nova forma de controle das corporações – *controle compartilhado* – tem despontado como modelo em parcela significativa das grandes empresas, tendo como acionistas principalmente investidores institucionais, tanto nacionais como estrangeiros.

**ABSTRACT** *The purpose of this paper is to study corporations' views in relation to administrative structures, analyzing the relations that result when control and management are separated. With a basis on the methodology presented by Thomsen and Pedersen (1995) of the Copenhagen Business School, the changes occurring between 1990 and 1997 in the stockholding control of the 100 largest non-financial companies in the Brazil are examined, regardless of whether or not they are controlled by Brazilians or non-Brazilians, or private-sector or state-owned companies. The paper also seeks to compare the Brazilian experience with the patterns observed in developed economies. In the case of Brazil, a new type of stockholding control of corporations – shared control – has emerged as a standard in a significant number of larger companies, with institutional investors (both Brazilian and non-Brazilian) as the principal stockholders.*

\* O autor agradece a colaboração do estagiário de economia Pedro dos Passos e dos colegas das Áreas de Planejamento e de Crédito do BNDES.

\*\* Gerente da Área de Planejamento do BNDES.

## 1. Introdução

Um dos possíveis enfoques ao examinar as transformações que vêm ocorrendo na economia brasileira nos anos 90 é deter-se sobre as mudanças de natureza societária que experimentam as maiores empresas. Uma nova forma de controle societário das corporações – *controle compartilhado* – tem despontado como modelo em parcela significativa das grandes empresas, tendo como acionistas principalmente investidores institucionais, tanto nacionais como estrangeiros. Afinal, a natureza da propriedade e a identidade dos controladores têm efeitos sobre a *performance* das empresas, uma vez que os posicionamentos estratégicos são dependentes dos alinhamentos de interesses entre as partes contratantes. Para aprofundar o exame dessas questões, entre os instrumentos teóricos disponíveis há a teoria da *governança corporativa*, voltada para a análise dos mecanismos instituídos para controlar as firmas.

Governança corporativa diz respeito aos sistemas de controle e monitoramento estabelecidos pelos acionistas controladores de uma determinada empresa ou corporação, de tal modo que os administradores tomem suas decisões sobre a alocação dos recursos de acordo com o interesse dos proprietários. As questões de governança corporativa ganharam maior relevância a partir do surgimento das modernas corporações, nas quais há separação entre controle e gestão. A teoria que trata dessas questões teve origem nos anos 30, nos trabalhos de Berle e Means, que colocaram o clássico problema da *teoria da agência*. Nessa mesma época, Coase também apresentou os princípios da *economia dos custos de transação*, ou seja, como se delimita os limites da firma entre produzir ela própria seus insumos ou adquiri-los no mercado, decorrendo daí questões relacionadas ao escopo vertical que a firma deve assumir. Após cerca de 40 anos de relativo ostracismo teórico dessas abordagens, a partir dos anos 70 o enfoque contratual das relações econômicas passou a despertar renovado interesse nos meios acadêmico e financeiro.

Um conjunto de estudos está sendo realizado, no âmbito da Nova Economia Institucional (NEI), privilegiando o papel exercido pelas instituições em relação ao desenvolvimento econômico. A própria configuração das instituições, sejam elas as firmas ou mesmo o mercado, tem impacto sobre o desempenho dos sistemas econômicos e a *performance* competitiva dos seus agentes. Buscando trilhar um caminho interdisciplinar, a NEI é permeável às questões colocadas pelo direito (economia do direito de propriedade),

pela administração (teoria das organizações), pela história (evolução das instituições), enfim, é explicitamente levado em conta que os costumes, o ambiente legal e a aplicabilidade dos direitos possuem efeitos sobre o desempenho econômico. Nesse sentido, apresenta-se como um instrumento teórico interessante para analisar a economia brasileira e seus agentes, uma vez que as transformações em curso nos anos 90 têm sido, em grande parte, de natureza institucional.

Sendo assim, o propósito deste artigo é analisar, com base no período 1990/97, as mudanças no controle societário das 100 maiores empresas não-financeiras na economia brasileira, independentemente de o controle ser privado nacional, estatal ou estrangeiro. Buscar-se-á também realizar comparações da experiência brasileira com os padrões observados nas economias desenvolvidas, adotando-se para tanto a tipologia de controle societário desenvolvida por Thomsen e Pedersen (1995 e 1997), da Copenhagen Business School.

Deve-se ter em conta, nessa análise, que a economia brasileira, desde os anos 30, teve seu crescimento calcado na articulação do clássico tripé capital privado nacional/estatal/estrangeiro. A cada um deles coube uma relativa especialização: o capital estatal concentrou-se nas áreas de infra-estrutura e insumos básicos; o capital nacional convergiu para as áreas agrícola, bancária e comercial e as indústrias "leves"; e o capital estrangeiro manteve-se centrado em bens de consumo com maior conteúdo tecnológico. A despeito de o crescimento ter ocorrido com maior velocidade em um ou outro período histórico, não se pode negar a configuração de um longo ciclo de crescimento entre os anos 30 e o início dos anos 80, o que permitiu a montagem de um parque industrial diversificado e relativamente moderno. O processo de substituição de importações forneceu o norte, através da internalização sucessiva de setores industriais à medida que o balanço de pagamentos indicava a necessidade. Nesse cenário predominavam grandes empresas estatais atendendo ao seu controlador (governo), empresas privadas com controle familiar e filiais de empresas estrangeiras – todas, ainda que com *performance* diferenciada, inseridas em uma economia com o processo concorrencial "controlado".

Após uma década de instabilidade monetária (anos 80), baixo crescimento e um quadro externo adverso, no início dos anos 90 novos condicionantes são apresentados à economia brasileira. Inicia-se o processo de abertura comercial, introduzem-se novos padrões de consumo e produção, redefine-se a atuação estatal, deslança-se o programa de privatização, tendo no período 1991/97 ocorrido a transferência patrimonial de US\$ 37,6 bilhões.

Com a estabilização monetária, a partir de 1994, aumenta-se a atratividade da economia nacional com a expansão do mercado interno, em meio a um cenário externo de profundas transformações na economia mundial, notadamente no tocante aos fluxos de capital que retornam à economia brasileira com grande intensidade após o Plano Real.

Com as mudanças estruturais – abertura, privatização e estabilização – são redefinidas as condições concorrenciais. A proteção vigente até então criava um ambiente favorável a condutas pouco agressivas por parte dos empresários, tanto na ótica do desenvolvimento tecnológico como na busca de qualidade de produto e serviço, ou mesmo na gestão de suas empresas. Com a abertura eleva-se a contestabilidade dos mercados, em especial dos produtos *tradeables*, aguçando-se o processo concorrencial. Ao mesmo tempo, com a retirada do Estado do setor industrial e de importantes áreas de serviços, descortina-se um amplo horizonte de oportunidades para capitais nacionais e estrangeiros.

Em se tratando da economia brasileira, o Estado, enquanto produtor de bens e serviços, está em franca retirada, embora novas funções regulatórias de grande importância lhe sejam dirigidas. Empresas que até os anos 80 eram estatais, atuantes em setores como siderurgia, papel e celulose, fertilizantes, química e petroquímica, transporte ferroviário, mineração, entre outros, estão sob novo controle. A empresa familiar nacional encontra-se sob forte pressão, seja pelo lado das dificuldades de se estabelecer uma adequada estrutura de capital, com maior participação de *equity* (recursos não-exigíveis) no financiamento dos investimentos, seja pelas dificuldades inerentes a uma economia com maior exposição aos capitais externos. Novos agentes ganham relevo enquanto articuladores estratégicos do controle de grandes empresas nacionais: investidores institucionais, em especial os fundos de pensão, e investidores externos. Arranjos societários são estabelecidos envolvendo a participação desses atores e, nesse contexto, novas formas de governança corporativa tornam-se presentes na economia brasileira.

Sendo assim, a seguir, na Seção 2 são apresentados os conceitos teóricos que envolvem a noção de governança corporativa, resgatando-se, na NEI, conceitos relativos às estruturas de governança e aos contratos. Na Seção 3 são apresentados os resultados do estudo de Thomsen e Pedersen (1995) sobre 12 países europeus, os Estados Unidos e o Japão. Na Seção 4, utilizando a mesma metodologia dos professores de Copenhague, são apresentados os resultados obtidos para o Brasil, tomando-se como referência o período 1990/97. Por fim, na Seção 5 são alinhavadas algumas conclusões.

## 2. A Firma como uma Estrutura de Governança

Para a teoria neoclássica, a estrutura de propriedade da firma não é levada em consideração, pois o pressuposto é que ela possui um comportamento maximizador, dada a tecnologia (função de produção), não sendo afetada pelos direitos de propriedade e pela forma legal com que estes são constituídos. Nesse enfoque, ela tem um papel passivo de mera transformação de insumos em produtos, e suas ações não impactam a concorrência, dispensando o emprego de outra estratégia que não a maximização “mecânica” dos lucros.

Mas para a NEI e para a Economia das Organizações a firma é tida como uma estrutura de governança [Williamson (1996)], ou mesmo um *nexus* de contratos (Jensen e Mecklin). A firma, enquanto uma estrutura de governança, tende a internalizar transações à medida que estas requerem ativos específicos. Assim, da mesma forma que as transações diferem em seus atributos (frequência, incerteza, grau de especificidade), as estruturas de governança, variam em seus custos de operação e competências, como, por exemplo, entre a firma e o mercado. A questão, segundo Williamson, é alinhar as transações com as correspondentes estruturas de governança (hierárquica, contratual ou mercado), de modo a mitigar os custos de transação.

Numerosos estudos têm analisado as implicações (custos) de estruturas de propriedade alternativas. Diferentes arranjos em termos de estrutura de propriedade são parte da organização institucional da produção. O problema clássico provocado pela separação de propriedade e gestão é tratado pela literatura econômica através da *teoria da agência*.

A teoria do agente principal ou da agência é uma das principais vertentes da *Teoria dos Contratos*, juntamente com a teoria dos custos de transação, e relaciona-se não apenas com a ocorrência de assimetria de informações entre os agentes, mas também com o direito de propriedade e os contratos. O direito de propriedade possui efeitos em termos de incentivo, ao passo que o problema do agenciamento, por exemplo, relaciona-se com a cessão de direito de decisão ao agente por parte do principal. A teoria da agência ganha importância na medida em que contém os elementos básicos, com os quais lidam os contratos inter e intra-organizações. Sappington (1991, p. 64) coloca que:

“Certainly, simple principal-agent models by themselves do not provide a complete understanding of the structure and operation of complex organizations. The models do seem helpful, though, both in identifying some possible sources of friction within organizations and in exploring efficient ways to mitigate these frictions.”

A *teoria da agência* se interessa por um tipo de relações econômicas bastante freqüentes no sistema econômico, ou seja, as relações bilaterais entre um indivíduo (o principal) e um outro (o agente), na qual três condições necessárias se fazem presentes:

a) o agente dispõe de vários comportamentos possíveis para serem adotados, ou seja, em uma corporação, por exemplo, os administradores são aqueles que, efetivamente, detêm o controle sobre os ativos da firma, podendo empregá-los de distintas maneiras;

b) a ação dos agentes/administradores afetam não apenas seu próprio bem-estar (estabilidade, crescimento), mas também do principal/acionistas controladores (valorização das ações, dividendos); e

c) as ações do agente dificilmente são observáveis pelo principal, havendo assimetria informacional entre as partes.

Desse modo, pode-se dizer que a literatura do agente principal volta-se para a análise de como um indivíduo (o principal) estabelece um sistema de compensação (contrato) que motive outro indivíduo (o agente) a agir de acordo com o interesse do principal [Siffert (1996)]. São levados em conta, também, as dificuldades de monitorar as atividades do agente. As questões relativas ao agente principal são, então, um problema central da *economia dos incentivos*.

No tocante à governança corporativa, a questão colocada é a seguinte: como estabelecer um sistema de monitoramento e incentivo de modo que os administradores gerenciem as empresas de acordo com o interesse dos acionistas? Em relação a esse problema, as economias desenvolvidas apresentam dois modelos estilizados: o nipo-germânico, no qual o controle das corporações ocorre, principalmente, através de mecanismos internos formados por participações cruzadas, com participação do capital bancário, companhias seguradoras e mesmo outras corporações; e o anglo-saxão, caracterizado pela pulverização do controle acionário, sendo externo o mecanismo de controle através do mercado de capitais [Lethbridge (1997)]. Nesse último modelo, o preço das ações reflete um julgamento do mercado, por mais subjetivo que venha a ser, em relação às *performances* dos administradores e das empresas que comandam.

O debate ganha relevo quando se busca associar estruturas de governança corporativa com desempenho competitivo. A experiência dos últimos 20 anos mostra que as posições nessa discussão sofrem o viés do desempenho das economias nacionais com as quais os modelos de controle corporativo

são associados. No final dos anos 80, destacava-se na boa *performance* da economia asiática, em especial do Japão, o modelo de governança corporativa deste país. Ultimamente, após mais de seis anos de crescimento contínuo da economia norte-americana, o seu modelo de governança corporativa, marcado pelo controle externo, exercido pelo mercado de capitais, volta a ganhar peso. A recente crise das economias da Ásia tem exposto, também, a fragilidade dos mecanismos de monitoramento interno em controlar o ímpeto expansionista dos administradores, os quais, no caso de algumas empresas, levaram os níveis de alavancagem financeira para patamares elevadíssimos.

Desse modo, através da governança corporativa são instituídos mecanismos que regulam as ações dos administradores (incluindo o grau de alavancagem financeira), podendo tal tarefa ser realizada por parte dos acionistas ou mesmo por parte do sistema bancário, através da avaliação de risco. Segundo Thomsen e Pedersen (1997), a estrutura de propriedade é um dos principais determinantes da governança corporativa. Como salienta Williamson (1996), existem seis razões para tal, a saber:

a) a concentração da propriedade por parte de grandes acionistas irá incentivá-los a tomar uma posição ativa, com interesse no desempenho da firma e na implementação de mecanismos de monitoramento dos administradores, isto é, farão valer sua *voice*, ao invés de possuírem estratégias de saída;

b) o fato de os administradores deterem ações irá afetar os incentivos que estes possuem para maximizar o valor para os acionistas, ao invés de desenvolverem objetivos próprios;

c) a identidade dos proprietários é um indicativo de suas prioridades, como, por exemplo, as empresas estatais que seguem, em boa medida, diretrizes políticas;

d) segundo a teoria de finanças, os acionistas/prorietários que possuem portfólios diversificados não serão aversos a uma postura de maior risco por parte da firma, ao passo que proprietários com uma parcela significativa de sua riqueza em uma única firma tendem a propor estratégias corporativas de baixo risco;

e) a liquidez da propriedade irá afetar a preferência temporal dos proprietários e o comportamento de investimentos das corporações; e

f) as estruturas de propriedade integrada (hierarquias) podem reduzir os custos de coordenar transações com alto grau de especificidade dos ativos.

Segundo Demsetz (1967), o comportamento dos agentes é afetado pelo direito de propriedade, causando efeitos em termos de utilização e alocação de recursos. Esses direitos devem ser vistos como instrumentos da sociedade, cuja principal função é ajudar os agentes econômicos a manter suas expectativas, bem como formular suas estratégias enquanto se negocia com os outros.

As firmas podem ser vistas, então, como estruturas de governança por meio das quais são realizadas as transações, cujos atributos requerem um sistema hierárquico de coordenação.

Segundo Williamson (1990, p. 8):

“Holding the activity to be organized constant, the object is to assess the efficacy of alternative means of contracting. Interfirm contracting is well suited for some transactions; intrafirm contracting is well suited for others. Hybrid modes are superior in still others. The object is to establish which transactions go where.”

As estruturas de governança, ou seja, o aparato organizacional sob o qual as transações são conduzidas (gerenciadas), somente são definidas quando se têm claros os atributos das transações. Governança corporativa, por sua vez, trata de um tema específico: o controle das corporações. Nesse sentido, identificar a estrutura de propriedade é um primeiro passo necessário para visualizar movimentos de natureza estratégica.

### **3. Tipologia de Controle Societário e Evidências Internacionais**

Professores do Instituto de Economia Internacional e Administração da Copenhagen Business School, Thomsen e Pedersen (1995) apresentam uma análise da propriedade corporativa em 12 países europeus (Inglaterra, França, Espanha, Alemanha, Itália, Suécia, Holanda, Finlândia, Dinamarca, Noruega, Áustria e Bélgica), no Japão e nos Estados Unidos, tomando como referência, em 1990, as 100 maiores empresas não-financeiras em cada um desses países, classificando-as de acordo com a tipologia apresentada na Tabela 1, onde são definidas seis categorias de propriedade.

As categorias de propriedade diferenciam-se quanto à concentração da propriedade e origem do capital (estrangeiro, estatal, familiar etc). Vale notar, conforme aponta Dietl (1998), que, na ausência de qualquer participação societária cruzada, todas as ações, exceto aquelas mantidas por investidores estrangeiros, são direta ou indiretamente possuídas por famí-



TABELA 1

**Categorias de Propriedade**

TIPO	CONCENTRAÇÃO DA PROPRIEDADE
1. <b>Propriedade Dispersa:</b> quando nenhuma entidade ou pessoa possui mais do que 20% das ações com direito a voto.	Baixa
2. <b>Propriedade Minoritária Dominante:</b> quando apenas um proprietário, seja ele uma pessoa, uma família ou uma companhia, detém entre 20% e 50% das ações com direito a voto.	Média
3. <b>Propriedade Familiar:</b> quando uma pessoa ou família detém a maioria (ou seja, mais que 50%) das ações com direito a voto. Também incluem-se nessa categoria as fundações, pois estas refletem o desejo pessoal do fundador de transferir para a família algum grau de controle.	Alta
4. <b>Propriedade Governamental:</b> quando o governo (local ou nacional) possui a maioria das ações com direito a voto.	Alta
5. <b>Propriedade Estrangeira:</b> quando uma multinacional estrangeira detém a maioria das ações com direito a voto.	Alta
6. <b>Cooperativas:</b> quando a companhia está registrada como uma cooperativa ou, em alguns casos, a maioria das ações com direito a voto pertence a um grupo de cooperativas.	Baixa

Fonte: *Thomsen e Pedersen (1995)*.

lias/cidadãos domésticos. A forma e o tamanho da intermediação da propriedade é que diferem de país para país.

A Tabela 2 mostra que, na Alemanha, a intermediação da propriedade detém 64% do total das ações, 68,6% no Japão e 43% nos Estados Unidos. Nesse caso, considera-se a parcela das ações que são possuídas por bancos, seguradoras, fundos mútuos, empresas não-financeiras, enfim, por todos os agentes econômicos, excluindo-se as ações possuídas diretamente pelas famílias.

Vale observar que a alta participação das famílias na estrutura de propriedade das empresas nos Estados Unidos não significa que as mesmas sejam controladas por famílias, mas sim que, ao contrário, existe uma grande pulverização da propriedade das grandes corporações, havendo parcela expressiva da população que detém pequenos lotes de ações. Cabe destacar também, no caso norte-americano, a participação significativa detida pelos fundos de pensão.

TABELA 2

**Estrutura de Propriedade das Corporações de Capital Aberto na Alemanha, no Japão e nos Estados Unidos**

(Em %)

	ALEMANHA (1990)	JAPÃO (1994)	ESTADOS UNIDOS (1992)
Famílias	17	23,5	49,8
Bancos	10	22,2	0,3
Cias. de Seguros	12	17,0	5,0
Fundos de Pensão	n.d.	1,6	29,2
Fundos Mútuos	n.d.	–	9,0
Cias. de Investimentos	–	2,6	–
Cias. de Títulos	–	1,4	0,3
Empresas Não-Financeiras	42	23,8	n.d.
Estatais	5	0,5	0,0
Estrangeiras	14	7,4	6,3

Fonte: Dietl (1998, p. 123).

A Tabela 3 apresenta, para a Alemanha, o Japão e os Estados Unidos, a concentração da propriedade, tomando-se como referência a participação do maior acionista.

Dietl (1998) mostra que, enquanto na Alemanha 41,3% das 500 maiores empresas de capital aberto e fechado possuem acionistas com mais de 75% do total do capital votante, nos Estados Unidos essa relação para uma

TABELA 3

**Concentração da Propriedade na Alemanha, no Japão e nos Estados Unidos**

PERCENTAGEM (x) DO CAPITAL VOTANTE CONTROLADO PELO MAIOR ACIONISTA	ALEMANHA <sup>a</sup> (1994)	JAPÃO <sup>b</sup> (1995)	ESTADOS UNIDOS <sup>c</sup> (1994)
0 < x < 10	3,2	61,1	66,0
10 < x < 25	6,9	21,3	17,4
25 < x < 50	16,7	12,9	13,0
50 < x < 75	31,9	4,7	2,1
75 < x < 100	41,3	–	1,5

Fonte: Dietl (1998, p. 124).

<sup>a</sup>Informação para a Alemanha baseada nas 550 maiores companhias abertas e fechadas.<sup>b</sup>Informação para o Japão baseada em todos os 1.321 kabushiki-kaisha japoneses listados nas Bolsas de Valores de Toquio, Osaka e Nagoya.<sup>c</sup>Informação para os Estados Unidos baseada em todas as corporações norte-americanas listadas na S&P 500, S&P MidCap 400 e S&P SmallCap 600.

amostra selecionada alcança apenas 1,5%, sendo nula no Japão. Por outro lado, nos Estados Unidos e no Japão cerca de 60% das maiores empresas não possuem acionistas com participação acima de 10% do capital votante. Na Alemanha a concentração da propriedade é significativa, haja vista que cerca de 75% das maiores empresas possuem acionistas com participação acima de 50% do capital votante. Embora no Japão a concentração da propriedade também seja elevada, há maior peso de agentes intermediadores, em especial bancos e seguradoras.

Segundo Thomsen e Pedersen (1995), a propriedade possui três dimensões principais, a saber: *a*) a identidade do maior proprietário; *b*) a concentração da propriedade ou a parcela possuída pelo maior proprietário; e *c*) a forma legal da empresa.

A Tabela 4 apresenta, para os países europeus, a classificação das 100 maiores empresas não-financeiras em cada um deles, segundo a tipologia de categorias de propriedade apresentada na Tabela 1. Verifica-se que existem claras diferenças em termos de controle societário e, portanto, governança corporativa, entre os países. Entre as principais características dos 12 países europeus, destacam-se:

*a*) A propriedade dispersa é predominante na Inglaterra (61 empresas, com 59,6% da receita das 100 maiores) e, em menor extensão, na Holanda (23 empresas, com 47,4% da receita). França, Finlândia e Dinamarca apresentam uma participação relativamente significativa desse tipo de propriedade, mas há também países em que ela é inexistente entre as 100 maiores empresas, como Itália e Áustria.

*b*) A propriedade estatal entre as 100 maiores empresas é significativa na Itália (29 empresas respondem por 37,9% do total da receita), Noruega (13 empresas, com 39,1% da receita), França (22 empresas, com 36,4% da receita) e Espanha e Finlândia (onde as empresas governamentais respondem por cerca de 27% da receita). Por outro lado, na Inglaterra, Holanda e Bélgica a propriedade governamental é pouco expressiva, representando menos de 10% do total das receitas das 100 maiores empresas.

*c*) A propriedade estrangeira, em relação ao conjunto das 100 maiores empresas nos 12 países europeus analisados, é expressiva na Bélgica, onde 61 empresas respondem por 46,7% do total da receita, mostrando-se também significativa na Espanha (45 empresas, com 34,2% da receita) e na Áustria (38 empresas, com 33,5% da receita). Segundo Kose (1997), *apud* Prowse (1995), em economias com um grande mercado nacional, como são os casos dos Estados Unidos e do Japão, o controle estrangeiro responde por 5,4% e

TABELA 4

### Propriedade das 100 Maiores Empresas Não-Financeiras em 12 Países Europeus em 1990

(Percentual na Participação da Receita Total das 100 Maiores Empresas entre Parênteses)

	PROPRI- DADE DISPERSA	PROPRI- DADE DOMINANTE	PROPRI- DADE FAMILIAR	PROPRI- DADE GOVER- NAMENTAL	PROPRI- DADE ES- TRANGEIRA	COOPERA- TIVAS
Áustria	0	7 (4,7)	25 (17,9)	20 (33,9)	38 (33,5)	10 (9,9)
Bélgica	4 (7,7)	20 (28,5)	6 (7,8)	6 (8,2)	61 (46,7)	3 (1,0)
Dinamarca	10 (11,5)	9 (6,5)	30 (30,1)	11 (13,2)	23 (18,9)	17 (19,9)
Finlândia	12 (9,9)	25 (35,3)	23 (11,1)	19 (27,6)	11 (4,6)	10 (11,5)
França	16 (17,7)	28 (25,4)	15 (9,4)	22 (36,4)	16 (9,7)	3 (1,3)
Alemanha	9 (15,7)	30 (40,5)	26 (17,3)	10 (8,8)	22 (16,1)	3 (1,6)
Inglaterra	61 (59,6)	11 (13,8)	6 (4,8)	3 (2,4)	18 (18,9)	1 (0,5)
Itália	0	22 (32,0)	20 (16,7)	29 (37,9)	29 (13,5)	0
Holanda	23 (47,4)	16 (12,3)	7 (5,4)	7 (3,4)	34 (27,1)	13 (4,4)
Noruega	6 (8,3)	14 (12,7)	29 (15,2)	13 (39,1)	19 (15,9)	19 (8,8)
Espanha	6 (6,2)	22 (23,0)	8 (7,4)	14 (27,2)	45 (34,2)	5 (1,9)
Suécia	4 (7,7)	31 (40,3)	18 (18,6)	21 (14,9)	14 (7,7)	12 (10,7)

Fonte: *Thomsen e Pedersen (1995)*.

4%, respectivamente, enquanto na França as 16 empresas estrangeiras são responsáveis por menos de 10% do total da receita.

d) A propriedade dominante é um tipo de controle societário com incidência relativamente elevada em diversos países europeus, como a Suécia (31 empresas, com 40,3% da receita), a Alemanha (30 empresas com 40,5% da receita) e a França (28 empresas, com 25% da receita), mostrando-se também importante na Itália, Finlândia e Bélgica. A Inglaterra e a Dinamarca, por outro lado, não apresentam incidência expressiva desse tipo de controle societário.

e) A propriedade familiar na Europa apresenta, entre as 100 maiores empresas de cada país, um peso maior na Dinamarca (30 empresas, com 30,1% da receita), na Noruega (29 empresas, com 15,2% da receita), na Alemanha (26 empresas, com 17,3% da receita) e na Itália (20 empresas, com 16,7% da receita). Por outro lado, tem baixa participação na Inglaterra, na Bélgica e na Espanha (com menos de 10% em termos de número de empresas e participação na receita).

f) A propriedade cooperativa, embora pouco representativa para o conjunto de países selecionados, apresenta participação relativamente expressiva na Dinamarca (17 empresas, com 19,9% da receita) e na Noruega (19 empresas, com 8,8% da receita).

g) As diferenças de estrutura de propriedade entre os países europeus remete a uma "teoria política da propriedade". Alguns autores realçam a importância da regulação das instituições financeiras [La Porta *et alii* (1997)], o sistema legal e a trajetória histórica de dependência e a complementaridade das instituições [Thomsen e Pedersen (1997), *apud* North (1990)].

Enfim, a estrutura de propriedade varia entre os países em consequência de vários fatores, como regime político, sistema legal, estrutura do mercado de capitais, experiência histórica de industrialização, condições geográficas e cultura. Como resultado desse processo histórico-institucional, são instituídas diferentes estruturas de governança. Sob o ponto de vista econômico, a questão é avaliar o impacto das diferentes estruturas de propriedade em relação ao desempenho econômico.

Testes econométricos foram realizados por Thomsen e Pedersen (1997), tendo os resultados apresentado correlação estatística não-significativa, ou seja, o tipo de propriedade não é uma variável explicativa para determinar a *performance* econômica. Por outro lado, foi encontrada correlação significativa entre tipo de propriedade e nação, bem como tamanho da companhia. Em relação ao tipo de indústria, os resultados apresentados pelos autores indicam uma correlação positiva, porém não-significativa.

Thomsen e Pedersen (1997) buscam também analisar se existem evidências não só no fato de as grandes empresas apresentarem padrões de controle diferenciados por país, mas também por tamanho e inserção setorial (indústria). Naturalmente, em termos de tipo de controle, há para cada indústria variações de país para país, de tal modo que não se pode generalizar os resultados que apresentam maior incidência. As indústrias de papel e celulose, cimento e siderurgia, por exemplo, apresentam uma predominância do tipo de controle denominado propriedade dominante, enquanto as indústrias

têxteis e de produtos alimentares são, em sua maioria, controladas por famílias. Em telecomunicações, por exemplo, a tendência é no sentido de haver uma redução da participação em termos de controle governamental.

De modo geral, os autores observam que a estrutura de propriedade varia nas indústrias também em razão de diferenças em termos de custos de transação. Por exemplo, a predominância de cooperativas nas áreas rurais é conseqüência do baixo custo da decisão coletiva devido à congruência de objetivos e à existência de conhecimento comum. A alta freqüência da presença governamental em algumas indústrias está associada aos elevados custos da contratação privada no mercado devido às externalidades e distorções por parte da apropriação privada dos benefícios. Surge, entre outros, o problema do *free rider*, isto é, o agente que se beneficia dos bens públicos sem arcar com os custos de sua implementação.

Em relação ao tamanho e à estrutura de propriedade, os autores observam que, quando uma empresa cresce, diminui a probabilidade de o controle acionário permanecer familiar, seja porque os administradores são financeiramente incapazes de suportar o risco da propriedade, seja porque os proprietários não possuem o conhecimento e/ou a habilidade requeridos para administrar a empresa. Como resultado, há separação entre propriedade e controle administrativo.

#### **4. Mudanças no Controle Societário no Brasil nos Anos 90**

Tomando como referência as categorias de controle societário apresentadas na seção anterior, buscou-se classificar as 100 maiores empresas não-financeiras da economia brasileira, de acordo com o critério da receita operacional líquida, levando-se conta não apenas 1990 (ano-base do estudo de Thomsen e Pedersen), mas também 1995 e 1997. Ao analisar a posição nestes três anos, busca-se, além de formar uma base comum que permita comparar a estrutura societária das 100 maiores empresas não-financeiras no Brasil com os países desenvolvidos, avaliar o dinamismo das mudanças de controle societário ocorridas na economia brasileira em um período de transformações de natureza estrutural. A Tabela 5 apresenta os resultados encontrados, enquanto os Gráficos 1 e 2 mostram a participação de cada tipo de controle societário no total da receita obtida pelas 100 maiores empresas não-financeiras no Brasil em 1990 e 1997, respectivamente.

No período 1990/97 foram significativas as transformações na estrutura de controle societário das 100 maiores empresas não-financeiras atuantes na economia brasileira. Entre estas, destacam-se:

a) A redução em 45% do número de empresas estatais, que passaram de 38 para 21, devido ao processo de privatização ocorrido no período. Aquelas que atuavam nos setores de siderurgia, mineração, transporte ferroviário e petroquímica, entre outros, deixaram de ter o governo como acionista controlador, sendo que no período 1991/97 as transferências patrimoniais somaram US\$ 37,6 bilhões. Vale observar que, em termos de participação na receita das 100 maiores empresas não-financeiras, a redução foi menor, passando de 44% para 32% do total. Tal resultado deve-se ao fato de que empresas estatais de grande porte não foram ainda privatizadas, como, por exemplo, Furnas, Eletrobrás, Petrobrás e BR Distribuidora, todas da área de energia/petróleo.

b) Com a continuação do processo de privatização, pode-se esperar que, nos próximos dois anos, haja uma redução ainda maior do número de empresas estatais entre as 100 maiores, pois das 21 relacionadas em 1997 estima-se que 15 venham a ser privatizadas nesse período. Por isso, as transformações estruturais no controle das 100 maiores empresas tende a se aprofundar ainda mais.

c) Há um crescimento significativo da forma de controle representado pela *propriedade minoritária dominante*, passando de apenas cinco empresas em 1990 para 19 em 1997. Pode-se dizer que as empresas privatizadas passaram, em sua grande maioria, a deter um controle compartilhado, onde se fazem presentes fundos de pensão, empresas nacionais e investidores estrangeiros.

TABELA 5

### Propriedade das 100 Maiores Empresas Não-Financeiras no Brasil – 1990, 1995 e 1997

(Percentual na Participação da Receita Total das 100 Maiores Empresas entre Parênteses)

	PROPRI- DADE DISPERSA	PROPRI- DADE DOMINANTE	PROPRI- DADE FAMILIAR	PROPRI- DADE GOVER- NAMENTAL	PROPRI- DADE ESTRAN- GEIRA	COOPERA- TIVAS
1990	1 (0,4)	5 (3,5)	27 (22,6)	38 (44,3)	27 (26,9)	2 (2,3)
1995	3 (2,1)	12 (7,9)	26 (17,1)	26 (32,8)	31 (37,9)	2 (2,1)
1997	3 (1,8)	19 (12,4)	23 (16,5)	21 (31,8)	33 (37,2)	1 (0,4)

Fonte: Gazeta Mercantil (*Balanço Anual 1990, 1995 e 1997*). Elaboração: BNDES/Área de Planejamento. Obs.: Foram utilizados, para obter as 100 maiores empresas não-financeiras em cada ano, os dados da Gazeta Mercantil (*Balanço Anual 1991, 1996 e 1997*). A classificação das empresas por tipo de propriedade foi realizada pela Área de Planejamento do BNDES, com apoio da Área de Crédito. Os dados de 1997 consideram a receita obtida em 1996 e a posição societária em novembro de 1997.



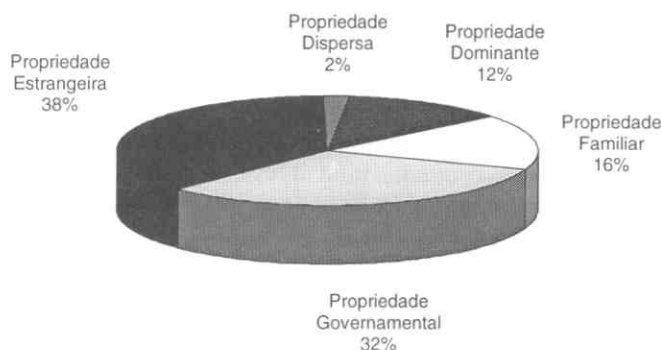
A participação desse tipo de controle societário triplica, no período considerado, sua participação relativa na receita das 100 maiores empresas, atingindo 12% do total em 1997. Essa forma de propriedade (minoritária dominante), além de representar um novo tipo de controle societário para o conjunto das maiores empresas brasileiras, tende a crescer ainda mais, uma vez que é o padrão de controle que tem surgido como decorrência da privatização. As questões relativas à governança corporativa aplicam-se, especialmente, a esse tipo de estrutura de propriedade, onde há separação da propriedade e controle.

d) As propriedades estrangeira e familiar nacional detinham, em 1990, a mesma participação em termos de número de empresas entre as 100 maiores, ou seja, 27 cada, sendo que, no tocante à participação na receita, os estrangeiros detinham 26%, contra 23% da propriedade familiar nacional. As transformações desses dois tipos de controladores foram expressivas no período 1990/97, uma vez que os estrangeiros passaram a responder por 33 empresas entre as 100 maiores (37% do total da receita), contra 23 empresas familiares nacionais (16% do total da receita). Verifica-se, assim, que durante o período estudado houve um avanço significativo da presença de empresas estrangeiras – das mais diversas nacionalidades – entre as maiores na economia brasileira, enquanto a redução daquelas cujo controle era familiar foi da ordem de 7% do total das receitas no mesmo período. Embora a queda da receita tenha sido significativa, não se pode desconsiderar a empresa familiar nacional como sendo uma das principais características da



GRÁFICO 2

### Receita das 100 Maiores Empresas Não-Financeiras no Brasil por Tipo de Controle Societário – 1997



Fonte: BNDES/Área de Planejamento.

economia brasileira em termos societários. A questão é avaliar a capacidade de sobreviverem, entre as maiores empresas, em um contexto de acirrada concorrência.

e) Observa-se também que as propriedades dispersa e cooperativa não eram e continuam não sendo significativas enquanto tipos de governança corporativa no Brasil. Porém, enquanto tendência, observa-se um ligeiro aumento da propriedade dispersa e uma redução da propriedade cooperativa. Vale notar que as três empresas classificadas como propriedade dispersa em 1997 não o eram no sentido anglo-saxão, isto é, com grande pulverização do controle. No caso analisado, foram classificadas como propriedade dispersa em razão de não apresentarem nenhum acionista com uma participação maior que 20%.

Em termos de comparação entre o Brasil e os países desenvolvidos, cabem os seguintes comentários:

a) Em geral, pode-se afirmar, com base na tipologia de controle societário da Seção 3, que as 100 maiores empresas brasileiras, em 1990 e mesmo em 1997, não apresentavam semelhança com nenhum dos 12 países europeus, os Estados Unidos e o Japão, considerando-se, em conjunto, todas as categorias de propriedade. Todavia, com relação a algumas delas verifica-se que o Brasil apresenta uma estrutura relativamente semelhante à da Itália,

exceto na maior participação, em termos de receita, da categoria propriedade estrangeira (13,5% da receita na Itália, contra 26,9% do Brasil).

b) Em relação à participação da propriedade estrangeira, observa-se que, em 1990, o Brasil (27 empresas, com 26% da receita) apresentava uma participação relativamente elevada *vis-à-vis* os países europeus selecionados, bem como os Estados Unidos e o Japão. Como esta participação, no Brasil, aumentou entre 1990 e 1997, a tendência a se verificar uma elevada internacionalização das maiores empresas ampliou-se ainda mais. Apenas a Bélgica, em 1990, apresentava uma internacionalização, entre as 100 maiores empresas, maior que a do Brasil em 1997. A Espanha e a Áustria também mostravam níveis elevados de participação do capital estrangeiro entre as maiores empresas. De qualquer modo, cabe destacar esta característica das grandes empresas no Brasil, ou seja, uma participação elevada de empresas estrangeiras em comparação com os países desenvolvidos. Nos Estados Unidos e Japão, por exemplo, esta relação é inferior a 10%.

c) Quando se considera apenas a participação da propriedade familiar, verifica-se que, em 1990, apenas a Dinamarca e a Noruega apresentavam um número (30 e 29, respectivamente) de empresas familiares maior do que o Brasil (27). Mas em termos de participação na receita as empresas com controle familiar no Brasil respondiam, em 1990, por 23% do total, valor superado apenas pela Dinamarca (30,1%). Levando-se em conta a redução das empresas controladas por famílias no Brasil, no período 1990/97, verifica-se que a posição em 1997 assemelhava-se com aquela apresentada, em 1990, por países como Itália, Alemanha, Áustria, Suécia e Noruega. Em 1997, a participação brasileira, em termos da receita das empresas familiares (16%), era ligeiramente superior à média europeia (13%). Em relação ao Japão e aos Estados Unidos, as empresas familiares brasileiras participavam, entre as 100 maiores empresas do país, em uma proporção até oito e cinco vezes maior, respectivamente, do que nos mencionados países.

d) No tocante às empresas de propriedade governamental, o Brasil apresentava, em 1990, o maior grau de estatização entre as 100 maiores empresas não-financeiras quando considerados tanto o número de empresas (38) como a participação na receita total (44%). Entre os países europeus, destacam-se Itália (29 empresas, com 37,9% da receita), França (22 empresas, com 36,4% da receita) e Noruega (apenas 13 empresas, mas com 39,1% da receita). Áustria, Finlândia e Espanha também apresentaram participações expressivas de empresas governamentais. Todavia, tomando-se 1997 como referência, verifica-se que o padrão apresentado pelo Brasil (21 empresas, com 32% da receita) assemelha-se àquele observado, em 1990, na Áustria (20 empresas, com 33,9% da receita) e na França (22 empresas, com 36,4%

da receita). Vale observar que, com a continuidade do processo de privatização no Brasil, é possível que o número de empresas estatais entre as 100 maiores venha a se reduzir para apenas seis nos próximos dois anos, uma vez que está prevista a privatização de cerca de 15 empresas estatais que atuam nas áreas de telecomunicações e energia elétrica. Desse modo, espera-se que, ao final dos anos 90, a participação governamental entre as 100 maiores empresas venha a se situar em um patamar próximo àquele já alcançado em 1990 por países desenvolvidos como Holanda (sete empresas) e Bélgica (seis empresas).

e) Quanto à propriedade dispersa – padrão majoritário na Inglaterra, nos Estados Unidos e na Holanda –, verifica-se que o Brasil alinha-se com alguns países europeus onde ela é pouco expressiva, como Áustria (0), Itália (0), Espanha (6), Suécia (4), Bélgica (4) e Noruega (6). Em termos de participação na receita, os países mencionados situam-se abaixo de 10% em relação à participação das empresas de propriedade dispersa no total da receita das 100 maiores empresas não-financeiras. Embora tenha havido crescimento, esse tipo de controle societário, ainda assim, mantém-se pouco representativo no Brasil.

f) Classificando as 100 maiores empresas brasileiras não-financeiras em 32 atividades industriais e de serviços, em apenas em seis há coincidência entre a estrutura de propriedade preponderante no Brasil e em 12 países europeus. São atividades de propriedade governamental (produção de petróleo e gás, energia elétrica e telecomunicações), estrangeira (veículos automotivos e comércio varejista de combustível) e familiar (lojas de departamento).

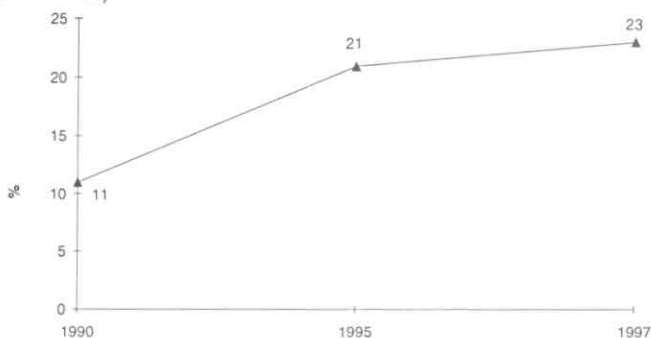
Outro tipo de inferência que se pode fazer, agregando-se novas variáveis aos dados levantados, diz respeito ao grau de concentração da economia brasileira como um todo. Comparando-se, em dólares correntes, o somatório da receita das 100 maiores empresas com o PIB do respectivo ano, observa-se, conforme o Gráfico 3, que esta relação mais do que dobra no período 1990/97.

Assim, além do aumento da participação das empresas estrangeiras e daquelas que atuam sob a forma de controle compartilhado na economia brasileira, observa-se, em paralelo às transformações de controle societário ocorridas no período 1990/97, um aumento da participação das 100 maiores empresas no conjunto da economia. Em razão de o PIB ser mensurado em termos de valor agregado, o tipo de relação levantada é antes uma *proxy*, ou melhor, um indicativo da tendência à concentração, do que propriamente uma mensuração do grau de concentração.

GRÁFICO 3

**Receita Operacional Líquida das 100 Maiores Empresas Brasileiras Não-Financeiras em Relação ao PIB – 1990, 1995 e 1997**

(Em US\$ Correntes)



Fonte: Gazeta Mercantil (*Balço Anual 1990, 1995 e 1997*). Elaboração: BNDES/Área de Planejamento.

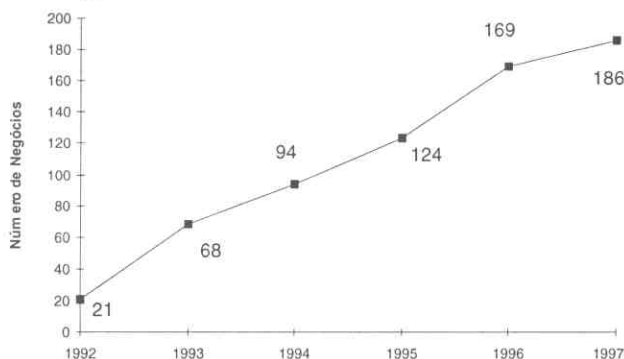
Os Gráficos 4 e 5 apresentam, para o período 1992/97, a evolução das fusões, aquisições e investimentos entre empresas de nacionalidades diferentes ocorridas na economia brasileira. Houve cerca de 600 operações desse tipo no período considerado, sendo que 29% relativas a aquisições e/ou associações por parte de empresas brasileiras. Além da rápida evolução dessas operações no período recente, cabe apontar o papel ativo exercido por empresas norte-americanas, que responderam pela maior parcela das fusões, aquisições e associações. Enfim, esses dados são mais um elemento a corroborar as profundas transformações de natureza societária ocorridas na economia brasileira nos anos 90, conforme se pôde verificar na Tabela 5.

Por fim, deve-se ter em mente que as transformações, em termos de controle societário, ocorridas no plano das empresas, deu-se em um contexto macroeconômico marcado pela retomada de investimento direto externo na economia brasileira, o qual atingiu US\$ 9,4 bilhões em 1996. Certamente, parcela significativa dessas inversões destinou-se à aquisição de empresas, seja detendo o controle integral ou mesmo participando, de forma compartilhada do controle (Gráfico 6).

Enfim, seja pelo lado do investimento direto externo, seja pelo número de fusões e aquisições, ou mesmo tomando-se por base os resultados da avaliação da mudança de controle societário das 100 maiores empresas brasileiras não-financeiras, há evidências da constituição (ou melhor, da

GRÁFICO 4

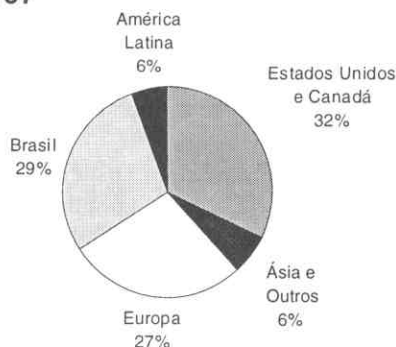
### Fusões, Aquisições e Investimentos entre Empresas de Nacionalidades Diferentes no Brasil segundo o Número Anual de Negócios – 1992/97



Fonte: KPMG Consultores, conforme citado na Folha de S. Paulo (11.01.97).

GRÁFICO 5

### Fusões, Aquisições e Investimentos entre Empresas de Nacionalidades Diferentes no Brasil segundo o País de Origem – 1992/97



Fonte: KPMG Consultores, conforme citado na Folha de S. Paulo (11.01.97).

expansão) de certas categorias de propriedade em detrimento de outras. Pelo significado destas empresas, suas transformações devem ser acompanhadas com atenção, principalmente no tocante aos efeitos estratégicos para o desenvolvimento da economia nacional.



## 5. Conclusões

A economia brasileira, após o longo ciclo de expansão que durou até o início dos anos 80, calcado no clássico “tripé” empresas estatais/empresas privadas nacionais/empresas estrangeiras, tem buscado outros meios de engendrar um novo ciclo de crescimento. Transformações estruturais – abertura comercial, estabilização monetária e privatizações – têm ocorrido nos anos 90, com importantes reflexos entre as principais empresas, entre as quais, conforme se buscou mostrar neste artigo, destacam-se as mudanças de controle societário.

Novas formas de governança corporativa, em especial aquelas decorrentes do controle acionário compartilhado, que têm ocupado espaço crescente na economia brasileira, triplicaram sua participação na receita das 100 maiores empresas não-financeiras, atingindo cerca de 12% do total. O processo de privatização foi o grande responsável por tamanho crescimento. No caso dessas empresas, as questões de governança corporativa ganham maior relevo, uma vez que, dada a inevitável separação entre controle e gestão, novos mecanismos de delegação, incentivo e monitoramento sobre o desempenho dos administradores passam a ser desenhados pelos acionistas controladores. Além disso – e mais importante – são estabelecidos contratos entre os controladores, selando, em boa medida, questões de natureza estratégica. Nesse caso, a identidade dos controladores, a natureza da propriedade e seus objetivos estratégicos passam a ser determinantes para a *performance* competitiva dessas empresas.

Entre as tendências de mudança no controle societário observadas nas 100 maiores empresas brasileiras não-financeiras, duas se destacam, além do já mencionado crescimento das empresas de controle compartilhado, a saber: a ampliação da participação do capital estrangeiro e a relativa redução do controle familiar nacional.

Em relação ao capital estrangeiro, diversas evidências, como, por exemplo, o crescimento do investimento direto externo e do número de aquisições e fusões, apontam para um papel de maior relevo desses agentes. Os resultados obtidos, quando se verificam as mudanças de controle societário no Brasil, segundo a metodologia desenvolvida pelos professores da Escola de Copenhagen, apontam para o crescimento das empresas estrangeiras (de 27% para 38%) em relação ao total da receita das 100 maiores empresas não-financeiras no período 1990/97. Essa constatação coloca a economia brasileira como o palco (ou a arena, se preferirmos) onde empresas estrangeiras de distintas nacionalidades se defrontam e/ou se alinham estrategicamente, em busca de *market-share*, em nível global. Algumas dessas empresas estão focadas na garantia de uma participação no espaço econômico nacional, incluindo o Mercosul, sem gerar excedente exportador. Por outro lado, há grupos estrangeiros que querem posicionar-se em setores onde a economia nacional apresenta nítidas vantagens comparativas e competitivas.

Já as empresas familiares nacionais, embora haja na economia brasileira um núcleo relativamente robusto, com sólida posição patrimonial e uma gestão moderna e profissional, em seu conjunto encontram-se sujeitas a pelo menos três tipos de pressões. Há uma demanda por profissionalização da sua gestão, já em curso em várias empresas, bem como maior necessidade de estabelecer alianças estratégicas, uma vez que novas dimensões tecnológicas, financeiras e mercadológicas impõem a busca de associações a fim de fortalecê-las competitivamente. Mas é sob o ponto de vista financeiro, ou seja, a estrutura de capital, ou *corporate finance*, que tendem a ocorrer as maiores limitações. Afinal, a visão tradicional do "capitão de indústria", que ainda imagina que "quem não é dono de tudo não é dono de nada", não se mostra adequada em um contexto onde o capital de risco (*equity*) tende a se tornar uma fonte de recursos não apenas menos onerosa, mas principalmente mais adequada enquanto governança financeira para se financiar o investimento, uma vez que são reduzidas as assimetrias informacionais entre os fornecedores de capital e os administradores de uma empresa.

Enfim, existe uma correspondência entre as estruturas de governança corporativa e de governança financeira. Avançar sobre essas questões é um tema em aberto para outros artigos nessa linha de pesquisa. Por ora, o objetivo foi tão-somente apresentar as 100 maiores empresas não-financei-

ras segundo uma tipologia de controle acionário que permitisse avaliar suas transformações, assim como realizar comparações internacionais. As mudanças em curso no padrão de controle societário mostram que as principais empresas da economia brasileira estão sofrendo mutações.

## Referências Bibliográficas

- DEMSETZ, H. Toward a theory of property rights. *American Economic Review*, v. 57, p. 347-358, May 1967.
- DIETL, Helmut M. *Capital markets and corporate governance in Japan, Germany and United States – organizational response to market inefficiencies*. London and New York, 1998 (Routledge Studies in the Modern World Economy).
- KOSE, J. *Boards and corporate governance*. Trabalho apresentado no Seminário "Corporate Governance". Rio de Janeiro: Ibmecc, 1997, v. 1.
- LA PORTA, R., LOPES-DE-SILANEZ, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R. Legal determinants of external finance. *The Journal of Finance*, v. 52, n. 3, p. 1.131-1.150, July 1997.
- LETHBRIDGE, E. Governança corporativa. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 4, n. 8, p. 209-232, dez. 1997.
- RABELO, Flávio M. *Corporate governance e o futuro dos grupos econômicos brasileiros*. São Paulo: Unicamp, 1996, mimeo.
- SAPPINGTON, David E. M. Incentives in principal-agent relationships. *Journal of Economic Perspectives*, v. 5, n. 2, p. 45-66, Spring 1991.
- SIFFERT, N. F. *A teoria dos contratos econômicos e a firma*. São Paulo: IE/USP/Departamento de Economia, 1996 (Tese de Doutorado).
- THOMSEN, S., PEDERSEN, T. *European models of corporate governance*. Denmark: Institute of International Economics and Management, Copenhagen Business School, 1995 (Working Paper, 4-95).
- \_\_\_\_\_. *Empirical determinants of corporate ownership structure*. Trabalho apresentado na Inaugural Conference for New Institutional Economics. St. Louis, Missouri: Washington University, Sept. 19-21, 1997.
- WILLIAMSON, O. E. Corporate finance and corporate governance. In: WILLIAMSON, O. E. *The mechanisms of governance*. New York: Oxford University Press, 1996.
- WILLIAMSON, O., AOKI, M., GUSTAFSSON, B. (eds.). *The firm as a nexus of treaties*. London: Sage Publication, 1990.