

CONEXÕES POLÍTICAS DAS EMPRESAS POR ESTRUTURAS DE PROPRIEDADE: UMA ABORDAGEM DO GOVERNO COMO ACIONISTA

Nathanael Kusch Brey*
Sílvio Parodi Oliveira Camilo**
Rosilene Marcon***
Rodrigo Bandeira-de-Mello****

Resumo

Com o crescente interesse da literatura econômica sobre o ativismo do Governo, percebe-se que, de maneira mais intensiva, este passa a influenciar a atividade produtiva e econômica no Brasil. Sob a integração de duas correntes teóricas, a teoria da estratégia política corporativa e a teoria de agência, este estudo procura discutir os efeitos das conexões políticas por meio da estrutura de propriedade e a presença do Governo como acionista. O objetivo principal deste ensaio teórico é discutir a relevância de estruturas de propriedade conectadas politicamente por meio de sua estrutura de propriedade, principalmente quando o Governo toma parte desta estrutura como acionista para a mensuração do desempenho econômico-financeiro, de mercado e alavancagem. Entre as duas teorias analisadas, existe um ponto de convergência, que é quando o governo é personificado como acionista dentro de uma estrutura de propriedade, pois tanto a teoria de agência como a teoria de estratégia política corporativa tem suas premissa quando se trata da relação da empresa como o governo.

Palavras-chave: Estrutura de propriedade. Conexões políticas. Governo.

1 INTRODUÇÃO

O Governo brasileiro aderiu ao modelo de privatizações americano, proposto pelo denominado Consenso de Washington em 1989, iniciando um amplo programa de privatização das grandes companhias estatais, como: Usiminas em 1991, Companhia Siderúrgica Nacional em 1993, Embraer em 1994, Light em 1996, Vale do Rio Doce em 1997 e Telebrás em 1999. De fato, a partir disso, na década de 1990, iniciou-se a maior onda de privatizações em todo o mundo (BORTOLOTTI; FACCIO, 2009). Entretanto,

* Mestre em Administração; Professor do Curso de Processos Gerenciais da Faculdade de Tecnologia do Senac Jaraguá do Sul; nathan@netuno.com.br

** Doutor em Administração; Professor do Curso de Administração da Universidade do Estado do Sul Catarinense; parodi@unesc.net

*** Doutora em Engenharia da Produção; Professora do Programa de Pós-graduação Stricto Sensu em Administração na Universidade do Vale do Itajaí; rmarcon@univali.br

**** Doutor em Engenharia da Produção, Professor da EAESP/FGV; rodrigo.bandeira.demello@fgv.br

mesmo com a implementação dessa política, com recomendações privatistas, o Governo brasileiro passou a ser acionista direto sob outra forma, por exemplo, por meio do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e de empresas estatais. Em outros casos, indiretamente, por intermédio dos fundos de pensão de empresas públicas e estatais como a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI), a Fundação Petrobras de Seguridade Social (Petros) e a Fundação dos Economistas Federais (Funcef) (LAZZARINI, 2007). Percebendo de forma mais abrangente, essa foi uma prática comum em diversos países, pois, segundo Bortolotti e Faccio (2009), no fim de 2000, após a maior onda de privatizações da história, os Governos de diversos países mantiveram o controle de 62,4% das empresas privatizadas.

O Governo brasileiro tem demonstrado elevada centralidade no controle destas empresas, participando mais ativamente por estruturas de propriedade. Dessa forma tem atuado como agente conector de aglomerações de empresas (LAZZARINI, 2007; LAZZARINI, 2011). Esse novo papel do Governo brasileiro ocasionou o aumento de sua participação no mercado produtivo e elevou sua influência sobre as empresas brasileiras. O ativismo governamental tem sido objeto de investigação, especialmente sob o âmbito da participação do Governo federal, por estatais e fundos de pensão de empresas públicas (FUCS; CORONATO, 2011).

Apesar das tendências globais de privatização e desregulamentação, o Governo ainda é uma grande fonte de dependência externa das organizações, levando as empresas a formarem vínculos com ele, estabelecendo conexões para reduzir a incerteza ambiental e a dependência (HILLMAN; HITT, 1999). Essa participação do Governo em estruturas de propriedade das empresas privadas traz implicações para os objetivos, estratégias e resultados das empresas (PEDERSEN; THOMSEN, 2003). Alguns estudos tratam a posição acionária conjunta do Governo como um meio de conectividade política (MAKHIJA, 2003; ANG; DING, 2006; FIRTH et al., 2009; WU, 2011).

A identidade do proprietário tem implicações para seus objetivos e a forma pela qual ele exerce seu poder (THOMSEN; PEDERSEN, 2000). Isso é refletido na estratégia da companhia no que se refere ao objetivo dos lucros, dividendos, estrutura de capital e taxas de crescimento. Eles ainda constataram que há diferentes resultados a partir da tipologia dos maiores acionistas, alegando que as empresas que têm as famílias como acionista principal estão relacionadas à maximização das vendas; os bancos, aos lucros de curto prazo; e, a propriedade majoritária governamental faz surtir efeito negativo tanto para o valor de mercado quanto para a lucratividade das empresas europeias.

Outra corrente de estudos alega que os benefícios da conexão com o Governo não suplantam os custos desse vínculo. Por exemplo, empresas francesas com ligações políticas apresentam lucros mais baixos em razão das contas de salários mais elevados, revelando em sua análise uma correlação negativa entre o desempenho econômico financeiro de uma empresa e conexões dos CEO's com líderes políticos (BERTRAND et al., 2007). Chen, Fan e Wong (2004) e Boubakri; Cosset e Saffar (2008), atribuem a empresas recentemente privatizadas com conexões políticas pior desempenho econômico-financeiro que as não conectadas. Bancos politicamente conectados (especialmente os controlados pelo Governo) aumentam seus empréstimos em anos eleitorais (DINÇ, 2005) e cobram taxas de juros mais baixas (SAPIENZA, 2004), o que poderia ter efeitos negativos no desempenho econômico-financeiro.

No Brasil, a estrutura de propriedade vem sendo estudada há algum tempo (SIQUEIRA, 1998; OKIMURA, 2003; CARVALHAL-DA-SILVA, 2004; CAMPOS, 2006; DAMI, ROGERS; RIBEIRO, 2007; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007; LAZZARINI; MUSACCHIO, 2010). No entanto, o enfoque tem sido relacionado aos temas: dispersão e concentração acionária. Uma nova corrente vem se debruçando sobre a estrutura de propriedade, mais especificamente, explorando os tipos de acionistas (THOMSEN; PEDERSEN, 2000; PEDERSEN; THOMSEN, 2003; CARVALHAL-DA-SILVA, 2004), entre os quais, o Governo (WU, 2011; LAZZARINI; MUSACCHIO, 2010). Principalmente no Brasil, os estudos ainda são incipientes e abordam as categorias dos acionistas, entre os quais, o Governo.

A participação do Governo na estrutura de propriedade demonstra o seu interesse em influenciar e participar do poder decisório das empresas. Pesquisas realizadas em diversos países evidenciaram que a presença do Governo como acionista afeta o desempenho de mercado, econômico-financeiro e a alavancagem das firmas (THOMSEN; PEDERSEN, 2000; WU, 2011). Entretanto, no Brasil os estudos que abordam esse tema ainda são incipientes (LAZZARINI; MUSACCHIO, 2010).

Sob a integração de duas correntes teóricas, a teoria da estratégia política corporativa e a teoria de agência, este estudo procura discutir os efeitos das conexões políticas por meio da estrutura de propriedade e a presença do governo como acionista.

Este ensaio teórico possui, além da introdução, o resgate da teoria, com levantamento do estado da arte no que se refere à participação do Governo na estrutura de propriedade das companhias, à luz da teoria de estratégia política corporativa e da teoria da agência, analisando as estruturas de

propriedade ao redor do mundo. Finalmente, são apresentadas as conclusões, recomendações.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 ESTRATÉGIA POLÍTICA CORPORATIVA

A estratégia política corporativa tem sido objeto de estudos há vários anos, com diferentes nomenclaturas, mas funções e significados similares, como: “estratégias políticas corporativas” (BARNEY, 1986; HILLMAN; HITT, 1999; HILLMAN; HITT, 1999); “atividades políticas corporativas” (BAYSINGER, 1984; SHAFFER, 1995; HILLMAN; KEIM; SCHULER, 2004); “estratégias não mercantis” (BARON, 1995; BANDEIRA-DE-MELLO; MARCON, 2008); “conexões políticas” (HILLMAN, 2005; FACCIO, 2006, 2009; FIRTH et al., 2009).

Essas formas de ativismo político são consistentes com a busca de certas vantagens à firma, principalmente, em nível estratégico, e, especificamente, em relação aos interesses ligados ao negócio e ao processo de legislação e regulação do setor de atuação dessas empresas (ECCO, 2010). Os motivos que levam as empresas a construir relações ou “conexões políticas” (Faccio, 2006) variam conforme o objetivo da estratégia política corporativa de cada empresa, em que, normalmente, tem-se como objetivo tradicional a busca de favores especiais do Governo e o alívio de ameaças à existência da organização (PFFEFER; SALANCIK, 2003; BAYSINGER, 1984).

De acordo com Baysinger (1984), o principal objetivo da estratégia política corporativa é a influência eleitoral e os processos legislativos regulamentares para que os resultados destes processos possam melhor refletir os objetivos internos da organização, principalmente os econômicos. Este autor indica, ainda, que o objetivo principal pode ser segregado em três grandes objetivos: para obter favores especiais monetários e anticoncorrenciais de Governo que ele chama de Gerenciamento de domínio; para gerir a turbulência do ambiente criado por ameaças governamentais à legitimidade das metas organizacionais e propósitos o denominando Defesa do Domínio; e, para gerenciar as ameaças semelhantes a métodos, pelos quais as organizações buscam seus objetivos e fins, que é a Manutenção do domínio. Todos são objetivos voltados para a redução da incerteza e da dependência da empresa quanto ao ambiente externo (PFFEFER; SALANCIK, 2003).

Os níveis de participação tratam da forma como a empresa aplica certas estratégias políticas corporativas. Se de forma individual, buscando benefícios específicos para necessidades específicas da firma, como, a contribuição direta a um candidato ou partido político, ou a promoção da candidatura de um *Insider* para um cargo político (HILLMAN; HITT, 1999). Se, coletivamente, visa a programar ações por meio de um grupo ou associações, como associações comerciais ou indústrias. Esse nível de participação tende a ser mais representativo e de menor custo, entretanto, muitas vezes, não atende a necessidades específicas de algumas empresas, forçando-as a buscar tais benefícios mediante ações individuais (SHAFFER, 1995; HILLMAN; KEIM; SCHULER, 2004).

Finalmente, os tipos de estratégias que, normalmente, são voltadas a três categorias: a informação (decisores políticos), o dinheiro (contribuições, campanhas e para outros fins) e votos (dos eleitores internos da organização, quanto maior a quantidade de funcionários maior a quantidade de votos) (HILLMAN; HITT, 1999). Cada uma destas estratégias (informação, dinheiro e votos) possui táticas próprias, sendo possível a utilização de mais de uma, ou combinadas, para uma melhor eficácia da ação (HILLMAN; KEIM; SCHULER, 2004).

Alguns estudos examinaram o efeito das mudanças de política ou da atividade política corporativa sobre os resultados do desempenho da empresa. Por exemplo, Hillman e Hitt (1999) utilizam a metodologia de estudo de evento para demonstrar que as empresas cujo altos executivos são eleitos ou nomeados para cargos federais, experimentam retornos anormais positivos para a empresa. Myers (2005) concluiu que as características de retorno de empresas politicamente ativas diferem das inativas, sendo em particular que os retornos das empresas que operam filiados a comitês políticos tendem a ser mais elevados do que os das empresas que não praticam essa ação.

Outra forma de estratégia política corporativa é a interferência política na concorrência, ou seja, a criação de regras e leis que dificultem a exploração de determinados setores, ou a criação de barreiras de entrada, como no caso de empresas estrangeiras. Segundo Shaffer (1995), os efeitos da política do Governo sobre a concorrência das empresas representam, por sua vez, um dos principais determinantes do desempenho das empresas.

Para Pfeffer e Salancik (2003), a estratégia política corporativa não é apenas uma questão de desempenho da empresa, mas uma questão de sobrevivência, principalmente para empresas em setores regulamentados. A teoria da dependência de recursos oferece justificativa convincente sobre as razões que levam as empresas a formarem vínculos ou alianças com o Governo (PFEFFER; SALANCIK, 2003).

Vários estudos abordam as relações das empresas com o Governo (FISMAN, 2001; SAPIENZA, 2004; ANG; DING, 2006; FACCIO, 2006, 2009; CAMILO; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO, 2010; WU, 2011). As conexões políticas podem desempenhar uma função relevante para as organizações (FISMAN, 2001). As relações políticas das firmas adquirem importância não somente em relação ao tamanho das economias, mas também pelo grau de corrupção, sistema político e social e cumprimento e segurança das leis de cada país. Como regra geral, a organização está politicamente conectada quando há ligações políticas por meio dos acionistas, executivos ou membros do *Board* (CAMILO; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO, 2010).

Fisman (2001) retrata o caso da Indonésia, que possuía um regime econômico conhecido pelo nome do seu governante: Suharto. A empresa de consultoria Castle criou um índice chamado Suharto Dependency Index (SDI) que abrangia apenas empresas que dependiam de sua conexão com o governante Suharto, e, por meio deste índice, verificou que notícias sobre problemas de saúde do governante afetavam negativamente o índice, evidenciando, assim, a importância desta conexão política para aquelas empresas.

De forma similar, porém mais abrangente, Faccio (2006) averigua as conexões políticas ao redor do mundo. Ela estabelece um procedimento para evidenciar as conexões políticas, que de certa forma, limita o estudo, pois conectados politicamente, segundo ela, estariam somente por meio de cargos do alto escalão do Governo como Primeiro Ministro, ou Membro do Parlamento de um regime parlamentarista. Nesse modelo não percebe as conexões políticas das empresas brasileiras, pois a percepção de conexões utilizada em sua pesquisa não vislumbra as idiosincrasias brasileiras, principalmente como as empresas brasileiras formam vínculos com o Governo (FACCIO, 2006).

Assim, Faccio (2006) encontrou um significativo incremento no valor da empresa quando os envolvidos com o negócio entram para a política. A autora explana sobre as várias formas de uma empresa conectada ao Governo obter vantagens que se pode chamar de competitivas, como: acesso preferencial a recursos e capitais, redução de impostos e outras taxas, tratamento especial em competições por contratos com os governos, relaxamento da regularização, entre outras.

Sapienza (2004) observa que, na Itália, os bancos cujo acionista majoritário é o Governo, tendem a emprestar a custos mais baixos, e que empresas conectadas politicamente conseguem crédito de forma preferencial e mais barato, corroborando, assim, as assertivas de Thomsen e Pedersen (2000) e de Faccio (2006), os quais afirmam que empresas conectadas ao Governo possuem vantagens quanto à aquisição de crédito, custo de capital e liquidez.

Entretanto, existe outra corrente de estudos que alega que os benefícios da conexão com o Governo não suplantam os custos desse vínculo. Por exemplo, Bertrand et al. (2007) constatam que as empresas francesas com ligações políticas apresentam lucros mais baixos em razão das contas de salários mais elevados, revelando em sua análise uma correlação negativa entre o desempenho de uma empresa e de suas conexões de CEO's com líderes políticos. Chen, Fan e Wong (2004) e Boubakri, Cosset e Sffar (2008) atribuem a empresas recentemente privatizadas, com conexões políticas na China, um pior desempenho do que as não conectadas. Na Malásia, empresas politicamente ligadas apresentaram maior nível de alavancagem, baixa rentabilidade e baixa lucratividade, pagam impostos mais baixos e declaram dividendos inferiores em relação a empresas independentes (MOHAMED, 2007).

Ainda seguindo esta corrente, bancos politicamente conectados (especialmente os bancos controlados pelo Governo) aumentam seus empréstimos em anos eleitorais (DINÇ, 2005), e cobram taxas de juros mais baixas (SAPIENZA, 2004), que poderiam ter efeitos negativos sobre o seu desempenho. Faccio (2007) traz evidências de empresas em 47 países e mostra que as conectadas politicamente (via funcionários do Governo) têm maior influência e maiores quotas de mercado, mas desempenho pior do que as empresas não conectadas na base contábilística. Ela afirma, ainda, que há diferenças entre as empresas conectadas e desconectadas, particularmente importantes, quando as ligações políticas são mais intensas e empresas ligadas operam em países com altos níveis de corrupção.

No Brasil, pesquisas sobre conexões políticas das empresas investigaram as conexões por meio de doações para campanhas políticas (SAMUELS, 2001; BANDEIRA-DE-MELLO; MARCON; ALBERTON, 2008; CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEM, 2008), mediante o conselho de administração (ECCO, 2010; CAMILO; MARCON; BANDEIRA-DE-MELO, 2010) e também por intermédio da estrutura de propriedade (LAZZARINI; MUSACCHIO, 2010).

A conexão política por intermédio da estrutura de propriedade pode ser de forma direta quando o Governo é um acionista (MAKHIJA, 2003; FIRTH et al., 2009; WU, 2011), quando a empresa possui acionistas decisores políticos (FACCIO, 2006), ou também podendo ser de forma indireta, por meio de bancos públicos que fomentam o desenvolvimento (no caso do Brasil, o BNDES) e fundos de pensão de empresas estatais (Previ, Funcef, Petros, etc.) (LAZZARINI, 2011). Os estudos sobre a estrutura, desde o início, discutem sobre as vantagens e desvantagens em separar a gestão da propriedade. Jensen e Meckling (1976) tratam, pioneiramente, da teoria de

agência e estrutura de propriedade. Não é possível compreender como a estrutura de propriedade afeta o desempenho da empresa sem antes conhecer a teoria de agência e como ela entende a relação da estrutura de propriedade com o desempenho.

2.2 TEORIA DE AGÊNCIA

O estudo de Jensen e Meckling (1976) foi o primeiro a abordar de forma mais abrangente a teoria de agência, e, principalmente, os conflitos existentes entre o agente e o principal. Dentro dos conflitos de agência foram estudados os problemas que geram os custos de agência, e os mecanismos para amenizá-los. Tais mecanismos, mais tarde, tornaram-se mecanismos de governança corporativa.

Eisenhardt (1989, p. 57) destaca a capacidade de aplicação da teoria de agência a uma ampla gama de assuntos, afirmando que “[...] a Teoria da Agência tem sido utilizada em contabilidade, economia, finanças, marketing, ciência política, comportamento organizacional e na sociologia.” Uma relação de agência segundo Jensen e Meckling (1976) pode ser vista como um contrato em que uma ou mais pessoas denominadas como principal, contratam outra pessoa para realizar algum serviço ou trabalho em seu favor, passando, assim, a delegação de alguma autoridade de decisão para o agente.

O conflito ocorre quando o agente não está alinhado ao interesse do principal, seu empregador. Isso pode acontecer pelo comportamento utilitarista do agente, ou também pela diferença na percepção de risco entre o agente e o principal (EISENHARDT, 1989). A maximização da utilidade do gestor conflita com os interesses dos acionistas, pois todo o dinheiro gasto com ela provém da riqueza dos acionistas, ou seja, todo recurso despendido com o conforto e mordomias para os gestores sai do lucro que os acionistas poderiam ter. Fontes Filho (2003) afirma que seguindo os pressupostos econômicos, os indivíduos são percebidos como agindo em seus próprios interesses ou motivação, assim, o principal (acionista) deve empreender dois conjuntos de atitudes junto ao agente (gestor), criando incentivos contratuais, monetários ou não, consistentes com seus interesses, e monitorando o comportamento desses agentes para que aquilo que foi contratado seja realizado. Como novas situações não previstas inicialmente podem surgir, além do custo de monitoramento, perdas residuais resultantes destas situações, chamadas de custos de agência.

Existem mecanismos para amenizar esse tipo de conflito de agência, porém, sempre que houver conflitos de agência, incorrerão custos associados a tais conflitos. Os custos gerados pelos conflitos de agência são mencionados por Jensen e Meckling (1976) como: custos de elaboração e estruturação de contratos entre o principal e o agente; despesas de monitoramento das atividades dos agentes pelo principal; gastos realizados pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais a ele; perdas residuais, provenientes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

Os principais conflitos de agência dentro da organização podem variar dependendo do tipo de estrutura de propriedade que a empresa possui. Se a empresa for uma, cuja propriedade é dispersa ou se pode dizer pulverizada, o principal conflito de agência é entre os interesses dos gestores e os acionistas (SHLEIFER; VISHNY, 1997); porém, se a empresa possui características de propriedade concentrada possuindo um majoritário, seu principal conflito de agência tende a ser entre os interesses do majoritário e os minoritários (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

A dispersão da propriedade é um mecanismo de governança que visa a retirar o poder de expropriação dos minoritários pelo majoritário. Esse tipo de conflito é proveniente de uma estrutura de propriedade concentrada, que segundo La Porta et al. (1999), é o tipo mais comum de estrutura de propriedade encontrada no mundo, não se tratando de um conflito de interesses entre o agente e o principal, mas de duas classes diferentes de principais. O grande problema é a expropriação da riqueza do minoritário pelo majoritário.

Segundo Dami, Rogers e Ribeiro (2007), os acionistas controladores podem expropriar a riqueza dos outros acionistas de várias formas: pagamentos de salários excessivos para si; autonegação em cargos executivos privilegiados e posições no conselho para si ou familiares e parentes (nepotismo); pagar ou receber preços de transferências altos para empresas das quais são proprietários; transferência de ações com deságio ou o ato de *insider trading*; utilizar ativos da empresa como garantia de transações pessoais ou tomar emprestados fundos da empresa com vantagens comerciais; propensão à prática de subinvestimentos, pois se os investimentos não forem recuperados, os custos serão divididos em partes iguais com todos os acionistas; e, alocação de recursos em projetos de investimentos que reduzem seus riscos e não preconizam a maximização da riqueza da empresa.

Mesmo assim, em algumas economias como a brasileira, desprovidas de sistema legal e institucional apropriado, a existência de um majoritário talvez seja um mal necessário, em virtude do baixo grau de regulamentação (LA PORTA, 1999), criando, assim, o efeito de convergência de interesses entre o principal e o agente. O trabalho de Jensen e Meckling (1976) trata de dois aspectos que explicam a concentração da propriedade em detrimento da teoria de agência, estes aspectos são: efeito alinhamento (convergência de interesses) e efeito entrincheiramento.

O efeito de alinhamento ou a convergência de interesses ocorre quando existe um acionista majoritário, e, como tal, possui poder, recursos e interesse em monitorar as ações dos gestores; pode influenciar muito nas decisões da gestão, alinhando os interesses do agente com os seus próprios, que normalmente, é a maximização da riqueza dos acionistas. Okimura (2003, p. 29) salienta que existem evidências empíricas que mostram que a presença de acionistas controladores melhora a relação custo-benefício do monitoramento, implicando soluções otimizadas para a questão dos conflitos de agência.

La Porta et al. (1999) argumentam que a existência de acionistas controladores é uma tentativa de se minimizar os conflitos de agência em países com baixa proteção legal e institucional dos investidores, ou seja, em ambientes de baixa proteção, a única forma de equilibrar os interesses entre acionistas e gestores seria a existência de um acionista controlador, principalmente pela capacidade de monitoramento deste. A verificação empírica de Morck, Shleifer e Vishny (1988) trata desse assunto e acredita que em determinadas situações o efeito alinhamento suplanta a maximização da utilidade pelo acionista majoritário, sendo algumas vezes benéfica para os acionistas minoritários.

Ainda, no efeito alinhamento, à medida que a parcela de ações detidas pelo controlador aumenta, aumentam os incentivos para o monitoramento, juntamente com os custos de expropriação. A partir disso, a posse de uma grande quantia de ações traz o comprometimento do controlador em não desvalorizar as ações da empresa, pois reduziria substancialmente sua riqueza; tal condição representa um alto custo comparável aos benefícios privados de expropriação dos minoritários no efeito entrincheiramento (DAMI; ROGERS; RIBEIRO, 2007).

Este efeito é o principal efeito negativo que ocorre a partir de certa concentração de propriedade, no qual os grandes acionistas passam a perseguir benefícios privados do controle às custas dos demais investidores. Os custos de grandes posições acionárias e o entrincheiramento são formaliza-

dos por Stulz (1988), que prevê uma relação côncava entre a gestão-pelo-majoritário e o valor da firma. No modelo, esse tipo de gestão e o aumento do controle surtem um efeito negativo sobre o valor da firma associado ao entrincheiramento do gestor-majoritário que começa a exceder os benefícios de incentivo da gestão pelo majoritário. Neste modelo, os custos de entrincheiramento do gestor-majoritário se relacionam à habilidade dos gestores para bloquear aquisições hostis (CLAESSENS et al., 2002).

Morck, Shleifer e Vishny (1988), ao tratarem do efeito entrincheiramento, cuja principal característica é a participação dos gestores na propriedade da firma, normalmente entre 5 e 25%, tendem a tomar decisões que os mantenham à frente da empresa. Tais decisões são motivadas pelo medo de uma aquisição hostil. Em pesquisa mais recente, De Miguel, Pintado e Torre (2004) confirmam a existência dos efeitos de alinhamento e entrincheiramento, na qual foram percebidos resultados diferentes para empresas espanholas; entre 0 e 35% de participação acionária dos gestores propiciam um efeito positivo, indicando a convergência de interesses. Entre 35 e 70% houve um efeito negativo, sugerindo o entrincheiramento dos gestores. Finalmente, acima de 70%, voltam a possuir um efeito positivo, gerando novamente um efeito de alinhamento de interesses.

2.3 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE

Segundo Campos (2006), uma estrutura de propriedade ideal seria aquela capaz de possibilitar o ganho de melhores resultados organizacionais. Na entanto, alguns estudos apontam a existência de endogeneidade na estrutura de propriedade, não permitindo a relação com o desempenho (DEMSETZ, 1983; DEMSETZ; LEHN, 1985; DEMSETZ; VILLALONGA, 2001). Em contrapartida, outra corrente de estudos afirma que a estrutura de propriedade está relacionada negativamente ao desempenho e que possui características não lineares e estatisticamente significativas (SIQUEIRA, 1998; DE MIGUEL; PINTADO; TORRE, 2004; MÉNDEZ, 2009).

Méndez (2009) argumenta que um pequeno horizonte temporal do estudo não demonstra a relação da estrutura com o desempenho. Como no caso de Demsetz e Lehn (1985) e Demsetz e Villalonga (2001), que estudaram a relação entre a estrutura de propriedade e desempenho econômico financeiro e de mercado, e, em razão do seu pequeno horizonte temporal, de apenas quatro anos, não foi possível estabelecer uma relação significativa, fortalecendo, assim, a hipótese da endogeneidade da estrutura de propriedade.

Existem duas características da estrutura de governança fundamentais para determinar a relação entre a propriedade e o desempenho organizacional: a concentração da propriedade e a identidade do acionista majoritário (KANG; SORENSEN, 1999; CARVALHAL-DA-SILVA, 2004). É preciso tornar claro o que é concentração ou dispersão de propriedade. A categorização da concentração de propriedade proposta por Thomsen & Pedersen (2000), pode ser dividida em (três) categorias, segundo o grau de concentração da propriedade: propriedade dispersa, quando o maior acionista detém menos de 20% do controle; propriedade dominante, quando o maior acionista detém entre 20 e 50% do controle; e, propriedade majoritária, quando o maior acionista detém mais de 50% do controle.

No Brasil, há predominância de alta concentração de propriedade nas empresas listadas na BM&FBovespa (SIQUEIRA, 1998; CARVALHAL-DA-SILVA, 2004; CAMPOS, 2006; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007). Tal concentração de propriedade traz vantagens e desvantagens pela visão da teoria de agência (JENSEN; MECKLING, 1976). As desvantagens são principalmente os conflitos de interesse entre majoritários e minoritários, ou a expropriação do minoritário pelo majoritário (JENSEN; MECKLING, 1976; SHLEIFER; VISHNY, 1997; LA PORTA et al., 1999; SAITO; SILVEIRA, 2008; ANDRADE; ROSSETTI, 2009). As vantagens mais importantes quanto à concentração de propriedade estão ligadas à possibilidade do majoritário de monitorar os gestores (LA PORTA et al., 1999; DAMI; ROGERS; RIBEIRO, 2007). Corroborando isso, acredita-se que a maior concentração da propriedade pode implicar o melhor desempenho da empresa (LEECH; LEAHY, 1991), principalmente em países menos regulamentados (LA PORTA et al., 1999), porque reduz os custos da propriedade (CAMPOS, 2006). Estes custos são de três tipos: de agência, da tomada de decisão e custos relacionados ao risco.

Tratando ainda da concentração de propriedade, a dispersão desta pode ser utilizada como uma ferramenta de governança corporativa para mitigar o conflito entre majoritários e minoritários (SILVEIRA, 2004). Entretanto, a dispersão também possui seus problemas. Os conflitos passam a ser entre os acionistas e os gestores. Isso acontece principalmente porque acionistas minoritários têm poucos recursos e capacidade para monitorar as atitudes dos gestores (ANDRADE; ROSSETTI, 2009). Este conflito entre agente e principal pode ser gerado pela diferença de percepção de risco entre eles (EISENHARDT, 1989). Isso ocorre, por exemplo, quando um investidor diversifica seu portfólio de acordo com suas características pessoais (sua per-

cepção de risco), contudo, quando um gestor decide diversificar o portfólio da empresa, acaba gerando uma superdiversificação, sendo isso, possivelmente, prejudicial aos objetivos do investidor.

A dispersão de propriedade promove meios que permitem retirar o poder de expropriação do minoritário pelo majoritário. Também serve para profissionalizar a empresa, principalmente quando se trata de empresas familiares, retirando pessoas sem habilidades administrativas de cargos executivos propiciados apenas por nepotismo dos controladores.

La Porta et al. (1998) afirmam existir uma correlação fortemente negativa entre concentração de propriedade e qualidade de proteção legal aos investidores em determinados países. Em países cuja lei não protege adequadamente os investidores, estes são obrigados a ter participações grandes o suficiente para exercerem o monitoramento dos gestores da empresa. O Brasil, que pertence à tradição do direito francês, oferece uma menor proteção legal aos investidores, segundo La Porta et al. (1998); portanto, é de se esperar alta concentração de capital nas empresas, principalmente no que se refere à capital votante.

Estudos em diversos países divergem quanto à relação da concentração de propriedade e o desempenho das empresas (DEMSETZ; LEHN, 1985; SIQUEIRA, 1998; PEDERSEN; THOMSEN, 1999; DEMSETZ; VILLALONGA, 2001; PEDERSEN; THOMSEN, 2003; CAMPOS, 2006; MENDEZ, 2009). Apesar de vários estudos indicarem que a concentração de propriedade é uma variável endógena (DEMSETZ, 1983; PEDERSEN; THOMSEN, 1999; DEMSETZ; VILLALONGA, 2001), existe outra corrente que expõe a existência de uma relação entre a concentração de propriedade e o desempenho da firma, e, esta relação é negativa (SIQUEIRA, 1998; DE MIGUEL; PINTADO; TORRES, 2004; CARVALHAL-DA-SILVA, 2004; CAMPOS, 2006; DAMI; ROGERS; RIBEIRO, 2007; MENDEZ, 2009).

Outra vertente de estudos não somente acredita que a concentração da propriedade afeta o desempenho da firma, mas complementa com a categoria do acionista, principalmente a do majoritário como ponto-chave no desempenho da firma (KANG; SORENSEN, 1999; PIVOVARSKY, 2003; THOMSEN; PEDERSEN, 2000; PEDERSEN; THOMSEN, 2003).

Segundo Thomsen e Pedersen (2000), a identidade do proprietário tem implicações para seus objetivos e a forma pela qual ele exerce seu poder é refletida na estratégia da companhia no que se refere aos lucros, dividendos, estrutura de capital e taxas de crescimento, ou seja, no seu desempenho de modo geral.

Kang e Sorensen (1999) alegam que a identidade do proprietário majoritário é uma das variáveis consideravelmente relevantes para estabelecer a relação entre a estrutura da propriedade e o desempenho organizacional. Pivovarsky (2003) assume a mesma posição quanto à identidade do majoritário, afirmando que a concentração da propriedade tem influência nos resultados das empresas, e que esta depende da natureza do acionista majoritário. Pedersen e Thomsen (2003) afirmam que a identidade do acionista majoritário somente é relevante em estruturas de propriedade concentrada.

Thomsen e Pedersen (2000) realizaram uma pesquisa com 435 grandes empresas de 12 países europeus, pesquisando as relações entre os tipos de grandes acionistas e o desempenho organizacional. Eles constataram que há diferentes resultados a partir da tipologia dos maiores acionistas, que as empresas que têm as famílias como acionista principal preconizam a maximização das vendas; os bancos, os lucros de curto prazo; já o Governo como maior acionista surte um efeito negativo na Europa tanto para o valor de mercado quanto para a lucratividade. Os autores concluíram que a identidade do proprietário é uma importante variável para entender as relações entre a estrutura da propriedade e o desempenho organizacional, visto que tipos diferentes de proprietários possuem diferentes objetivos (THOMSEN; PEDERSEN, 2000).

Thomsen e Pedersen (2000) proporcionam uma classificação dos tipos de acionistas (proprietários) como: investidor institucional; individual ou familiar; banco; propriedade corporativa; Governo. Seguindo a mesma linha, porém, adaptando para a situação brasileira, Carvalhal-Da-Silva (2004) classificou os tipos de controladores nas seguintes categorias: indivíduos ou famílias; investidores estrangeiros (tanto indivíduos quanto instituições); Governo; investidores institucionais (bancos, companhias de seguros, fundos de pensão ou fundos de investimento).

Alguns estudos tratam da relação entre o desempenho e a identidade de acionistas minoritários e analisam a participação minoritária do Governo (ANDERSON; LEE; MURREL, 2000; FIRTH et al., 2009; WU, 2011; LAZZARINI; MUSACCHIO, 2010). Segundo Wu (2011), entre todos os *blockholders* com potencial participação minoritária, esta participação minoritária do Governo em uma empresa merece atenção especial, pois pesquisadores relataram resultados contraditórios sobre a implicação do desempenho quando a propriedade é estatal.

2.4 O GOVERNO COMO ACIONISTA

A propriedade estatal, apesar de ser um remédio comum para as falhas de mercado, pode ser um canal de interferência política na tomada de decisão gerencial e criar múltiplos objetivos e muitas vezes conflitantes para operações de empresa (SHLEIFER; VISHNY, 1997), os quais podem estar em desacordo com a maximização do valor de uma empresa, podendo este ser um grande conflito de agência dentro de empresas, das quais o Governo participa como acionista.

O Governo como acionista tende a possuir objetivos diferentes das empresas privadas, como a maximização do valor da empresa, sendo eles principalmente de cunho político ou social. A literatura teórica (HART; SHELEIFER; VISHNY, 1997, SHLEIFER, 1998, THOMSEN; PEDERSEN, 2000) sugere que os Governos tendem a proporcionar especial atenção aos objetivos sociais e políticos, como preços baixos, geração de empregos, ou desenvolvimento regional, muitos dos quais podem ser negativamente correlacionados ao desempenho econômico-financeiro da empresa. Quando o Governo é acionista majoritário pode acabar expropriando os minoritários no cumprimento dos seus objetivos quando eles não são voltados à maximização do valor da empresa comumente aderido por empresas privadas.

Segundo Boubakri, Cosset e Saffar (2008), empresas públicas são ineficientes porque a sua ineficácia serve aos objetivos dos políticos. De fato, os objetivos perseguidos pelos gestores selecionados e politicamente orientados não estão, necessariamente, em sintonia com a maximização do lucro ou valor. Seus objetivos são mais para maximizar o emprego e salários, promover o desenvolvimento regional mediante a localização da produção em regiões politicamente desejável, ao invés de bairros economicamente atraentes; garantir a segurança nacional; fornecer baixa dos preços dos bens e serviços e produzir bens desnecessários. Estes objetivos visam geralmente a garantir o sucesso nas eleições e uma longa permanência no poder (BOUBAKRI; COSSET; SAFFAR, 2008).

Procyanoy e Carvalho-Sobrinho (2001) corroboram afirmando que as empresas privatizadas no Brasil ficaram mais eficientes e rentáveis após a privatização, com o melhor desempenho concentrado nos subgrupos em que o controle foi alienado, o que é consistente com a ideia de que a privatização aumenta os incentivos para os trabalhadores e os administradores da organização. Pela visão da teoria da agência, a privatização é uma solução para conflitos, pois descreve os proprietários privados, mais motivados que funcionários do Governo para

monitorar, disciplinar e recompensar os agentes-gestores, com a finalidade de melhorar o desempenho da empresa (NG; YUCE; CHEN, 2009).

Thomsen e Pedersen (2000) acreditam que quando o governo é o majoritário de uma empresa na Europa, em decorrência dos seus objetivos serem de âmbitos social e político, a empresa perde em eficiência, e, finalmente, sua eficácia do desempenho financeiro. Segundo eles, *ceteris paribus*: em empreendimentos cujo acionista majoritário é o Governo, espera-se, portanto, baixo desempenho em termos de mensuração convencional de desempenho. Por outro lado, geralmente os Governos são relativamente ricos, implicando uma relativa vantagem a empresas cujo majoritário é o Governo em termos de crédito, liquidez ou custo de capital.

O Governo brasileiro possui um meio muito peculiar de influenciar as empresas por meio da estrutura de propriedade sem estar diretamente ligado a elas. Lazzarini (2011) afirma que ele atua, de certa forma, como último dono em fundos de pensão de empresas públicas e estatais, como Previ, Funcef e Petros.

Na comprovação empírica Pedersen e Thomsen (2003) evidenciam uma relação negativa entre a propriedade estatal e o desempenho da firma, corroborando suas próprias suposições. Na mesma linha, Li, Yue e Zhao (2009) mostram que na China, empresas cujo acionista majoritário é o Governo, estão positivamente relacionadas a financiamentos e a investimentos de longo prazo e negativamente associadas ao desempenho da firma.

Embora as empresas com participação estatal sejam geralmente consideradas como desempenho subnormal em razão dos múltiplos objetivos, e, muitas vezes, conflitantes, que lhes são impostos, a conexão destas com o Governo mediante a propriedade pode implicar uma relativa vantagem em termos de liquidez, de crédito, ou dos custos de capital (WU, 2011). Apesar de um contexto político diferente, na China Chen, Firth e Xu (2009), concluem que a propriedade privada de empresas listadas não é, necessariamente, superior a certos tipos de propriedade estatal, e, que os resultados empíricos indicam que a eficiência operacional das empresas varia consoantemente do tipo de acionista controlador, pois empresas controladas pelo Governo central executam melhor, enquanto que empresas privadas e empresas controladas por um Departamento Gestor de Ativos do governo possuem pior desempenho. Fisman (2001) alega que boa parte do valor das empresas conectadas politicamente na Indonésia advém da sua conexão (no que se refere às empresas ligadas ao Governante Surato).

Considerando a extensa literatura que aborda os efeitos do desempenho da propriedade estatal em sua maioria (THOMSEN; PEDERSEN, 2000; MEGGINSON; NETTER, 2001; PEDERSEN; THOMSEN, 2003; LI; YUE; ZHAO, 2009), as empresas com a propriedade estatal minoritária fornecem uma alternativa interessante para analisar o impacto do controle burocrático sobre o valor da empresa no setor privado, sem a consideração de controle político que incide diretamente sobre as estatais. Alguns estudos empíricos documentam o papel benigno da propriedade estatal quando é reduzida a um nível minoritário (ANDERSON; LEE; MURREL, 2000; Firth et al., 2009; WU, 2011; LAZZARINI; MUSACCHIO, 2010).

Wu (2011) afirma a existência de uma relação curvilínea entre empresas cujo Governo tem participação minoritária, e o valor da empresa implica que os benefícios da confiança dos investidores como um resultado da incerteza institucional e gerencial prevalecem em baixos níveis de propriedade estatal. Entretanto, os riscos de interferência política poderiam provocar um efeito contrário, prejudicial, reduzindo, por sua vez, o valor da empresa em altos níveis de propriedade estatal. A pesquisa de Firth et al. (2009) observou que na China, quando o Governo tem uma participação minoritária na estrutura de propriedade, exerce influência positiva para a obtenção de empréstimos bancários, sugerindo que as conexões políticas desempenham um papel importante na obtenção de acesso ao financiamento bancário. Da mesma forma, quando é majoritário, percebe-se esta influência de forma mais intensa, beneficiando, assim, as empresas na aquisição de recursos financeiros (SAPIENZA, 2004; DINÇ, 2005).

Não se pode dissociar a participação do Governo como acionista, sendo majoritário ou minoritário, da estratégia política corporativa, pois o vínculo com ele, principalmente minoritário, pode partir de ativismo da empresa, como empiricamente identificado no Brasil (ver o caso da Friboi). (LAZZARINI, 2011), ou quando majoritário, de forma indireta (por intermédio de fundos de pensão de empresas estatais) ter estreitas relações com o governo (LAZZARINI, 2011), podendo influenciar em decisões políticas, como regulamentação setorial, entre outras. Ademais, segundo Leal e Silva (2008), no ano de 2002 75% das empresas brasileiras apresentavam estruturas indiretas de controle e 22% acordos de acionistas, reforçando a ideia de que o Governo brasileiro age por meio de conexões, e não, necessariamente, de posições majoritárias diretas.

A posição minoritária do Governo, como no caso brasileiro, comumente se estabelece por meio do BNDES ou dos Fundos de pensão de

empresas estatais (LAZZARINI, 2011), o que fortalece a hipótese de facilitamento de empréstimos bancários e financiamentos a menores taxas (THOMSEN; PEDERSEN, 2000) em decorrência do subsídio governamental, adquirido pela conectividade dos seus proprietários, ou mesmo por estar conectada por meio de fornecedores de recursos. Quanto maior a participação do Governo na composição acionária maior será sua conectividade, logicamente mais fácil será seu acesso a empréstimos bancários de longo prazo e baixo custo (SAPIENZA, 2004). Todavia, maior será a capacidade de o Governo conseguir seus objetivos (sociais e políticos) em detrimento da riqueza dos outros acionistas (expropriação do minoritário), levando a acreditar que esta conectividade com o Governo poderia ser benéfica para o desempenho econômico-financeiro e de mercado, enquanto a participação do Governo for em nível minoritário.

Alguns estudos empíricos investigam essa relação entre a posição acionária do Governo e o desempenho, como o de, Boardman e Vining (1989), realizado com as 500 maiores empresas não americanas do mundo. Concluíram que as empresas mistas (economia mista) e as públicas desempenham, substancialmente, pior do que as privadas similares. Em termos de todos os indicadores de rentabilidade, as empresas mistas não têm melhor desempenho econômico-financeiro e, muitas vezes, pior do que empresas públicas. Esses resultados indicam que existem diferenças de desempenho entre empresas públicas e privadas em ambientes competitivos.

Isso também foi encontrado na Índia por Majundar (1998) e Chhibber e Majundar (1998), onde afirmam que empresas controladas pelo Governo central ou por Governos estaduais são menos eficientes que empresas mistas ou privadas, ao passo que empresas mistas são menos eficientes que empresas privadas. Observou-se, também, que empresas em que o Estado não participa majoritariamente obtêm desempenho melhor que as empresas em que o Estado tem a maioria das ações, embora, em nenhum dos dois casos, produzam retornos positivos sobre ativos ou vendas.

Thomsen e Pedersen (2000) e Pedersen e Thomsen (2003) encontraram o mesmo efeito negativo da participação majoritária do Governo sobre o desempenho das empresas no continente europeu. Li, Yue e Zhao (2009) confirmam o exposto, alegando existência de uma relação negativa entre a propriedade estatal e o desempenho econômico-financeiro da firma.

Em contrapartida, alguns estudos andam em sentido oposto. Por exemplo, em Cingapura, empresas conectadas ao Governo são mais valorizadas e com melhor governança corporativa do que um grupo em que o

controle não esteja conectado ao Governo. Os resultados são válidos mesmo quando são controladas características específicas da empresa, como: lucratividade, alavancagem, tamanho da empresa e propriedade estrangeira (ANG; DING, 2006). Chen, Firth e Xu (2009) concluíram que a propriedade privada das empresas listadas na China não é, necessariamente, superior a certos tipos de propriedade estatal. E, empresas privadas e Agências de gerenciamento de ativos do Governo têm desempenho pior do que outros tipos de propriedade estatal. Sun, Tong e Tong (2002) argumentam que a propriedade estatal tem um impacto positivo sobre os valores da empresa parcialmente privatizada na China.

Estudos que abordam a participação minoritária do Governo (WU, 2011; LAZZARINI; MUSACCHIO, 2010), como no caso de Wu (2011), que encontrou uma relação curvilínea entre participação estatal e valor da empresa em Taiwan, onde baixos níveis de participação do Governo implicam benefícios gerados pela confiança dos investidores como um resultado da incerteza institucional e gerencial. Entretanto, níveis mais elevados de propriedade do Governo incidem riscos de interferência política que pode reduzir o valor da empresa. Lazzarini e Musacchio (2010), que investigam a participação minoritária do governo por meio do BNDES, sugerem que a participação minoritária dos bancos de desenvolvimento pode ter um efeito positivo sobre o desempenho, pois promove investimentos em longo prazo e ainda estão protegidos contra a interferência governamental e uma potencial expropriação do acionista minoritário.

Nota-se que existem resultados diferentes quando se compara a participação do Governo no setor privado e o desempenho econômico. Principalmente, relacionado ao nível de participação estatal quando é majoritária ou minoritária, permitindo, assim, outras investigações sobre a alteração causada por ela. À luz da estratégia política corporativa, percebe-se que a participação majoritária do Governo se encaixa nas previsões da corrente teórica que afirma a qual os custos dessa conectividade são maiores que os benefícios adquiridos (FACCIO, 2007; MOHAMED et al., 2007; BERTRAND et al., 2007; BOUBAKRI; COSSET; SAFFAR, 2008). Em contrapartida, a participação minoritária do Governo pode ser vista pela outra corrente teórica, que fornece evidências de correlação positiva com o desempenho da empresa (BAYSINGER, 1984; SHAFFER, 1995; HILLMAN; HITT, 1999; HILLMAN; HITT, 1999; HILLMAN; KEIM; SCHULER, 2004; FACCIO, 2006, 2009), em razão do fato de o Governo não conseguir impor seus objetivos (sociais e políticos) aos outros acionistas (SHLEIFER, 1998; PEDERSEN; THOMSEN, 2003; WU, 2011).

A teoria da estratégia política corporativa fornece evidências de que conexões políticas afetam tanto positivamente (HILLMAN; HITT, 1999; ANG; DING, 2006; FACCIO, 2006) quanto negativamente (CHEN; FAN; WONG, 2004; BERTRAND et al., 2007; MOHAMED et al., 2007) o desempenho da firma. Sob a ótica da teoria da agência, percebe-se que quando há a participação do Governo na estrutura de propriedade, ocorre propensão à divergência de objetivos em relação aos demais acionistas, porque aquele não se interessa pelo mesmo grau de maximização do valor da empresa que estes (SHILEIFER, 1998; PEDERSEN; THOMSEN, 2003). Com isso, os custos das atividades de conexões prestadas podem ser mais elevados que os benefícios auferidos por elas. Logo, a conexão com o Governo pela estrutura de propriedade de forma majoritária tende a influenciar negativamente no desempenho e no valor da empresa. No entanto, a participação minoritária dele em estruturas de propriedade se mostra benéfica (LAZZARINI; MUSACCHIO, 2010) pelo fato deste não conseguir impor seus objetivos aos demais acionistas (BOUBAKRI; COSSET; SAFFAR, 2008). Isso está consistente com o previsto pela teoria de agência e sugerido pela teoria de estratégia política corporativa, trazendo benefícios sem expor, demasiadamente, a empresa à interferência política (WU, 2011).

A literatura aponta que a relação da propriedade majoritária estatal direta e o desempenho econômico-financeiro da empresa são negativos (PEDERSEN; THOMSEN, 2003). Chaganti e Damanpour (1991) sugerem que, quanto maior for a participação institucional externa na estrutura de propriedade maior a inclinação da administração em adotar a orientação desses investidores externos para o desempenho das empresas. Assim, se a participação de fundos de pensão de empresas estatais for majoritária, os gestores tendem a seguir suas diretrizes centrais e se estes fundos estiverem firmemente conectados ao Governo, o que prevalecerá são as do patrono (Governo). Como sugerido por Lazzarini (2011), que propõe esta relação como uma propriedade estatal indireta, incentivar os gestores a seguirem os mesmos objetivos do Governo quando majoritário diretamente, levando a concluir que o desempenho seria negativamente afetado.

Em contrapartida, Thomsen e Pedersen (2000) e Pedersen e Thomsen (2003) encontraram uma relação positiva entre desempenho econômico-financeiro, valor da firma e propriedade majoritária do investidor institucional (categoria em que se encaixa os fundos de pensão). Da mesma forma, Chaganti e Damanpour (1991) encontraram resultados similares para empresas americanas, cujos acionistas majoritários são investidores institucionais.

Alegaram possuir altos níveis de retorno sobre o capital próprio, sugerindo que investidores institucionais possuem características próprias, pois são investidores profissionais e tendem a monitorar melhor (segundo a teoria de agência), indicando que, quando há esse tipo de propriedade, aprimora-se o desempenho econômico-financeiro. Quando a participação desse tipo de propriedade é em nível minoritário, mesmo que intensamente conectada ao Governo, não será capaz de interferir nos objetivos de desempenho ou estratégicos da empresa, fazendo com que esta relação minoritária seja benéfica em razão da baixa capacidade de interferência política, como sugere a teoria da estratégia política.

Thomsen e Pedersen (2000) pressupõem que nas empresas cujo acionista majoritário é o Governo haverá baixo desempenho econômico-financeiro e de mercado. Entretanto, salientam que os Governos, em geral, são relativamente ricos, implicando uma relativa vantagem em termos de acesso a crédito, liquidez, ou custo de capital. Algumas pesquisas confirmam essa suposição, afirmando que bancos estatais emprestam menor custo, principalmente a empresas politicamente conectadas (SAPIENZA, 2004; DINÇ, 2005). Tal pressuposto também é confirmado por Firth et al. (2009) quando analisado no âmbito de propriedade minoritária detida pelo Governo. No Brasil ocorre, frequentemente, a presença do BNDES como acionista minoritário (LAZZARINI; MUSACCHIO, 2010), pois como banco de desenvolvimento é um grande provedor de recursos para as empresas, o que fortalece a hipótese de que a conexão com o Governo por esse meio facilita o acesso ao crédito.

3 CONCLUSÕES E SUGESTÕES

Apesar de antiga essa discussão, a participação do Governo na economia tem tomado destaque na atual literatura brasileira. O quanto, como e onde ele deve se posicionar entra em debate, principalmente após a onda de privatizações da década de 1990.

Este ensaio teórico teve como principal objetivo discutir a relevância de estruturas de propriedade conectada politicamente quando o governo toma parte desta estrutura como acionista. Para atingir esse objetivo foi necessário integrar duas perspectivas teóricas distintas como a estratégia política corporativa e a teoria de agência. Entre estas duas teorias existem um ponto de convergência, que é quando o governo é personificado como acionista dentro de uma estrutura de propriedade, pois tanto a teoria de agência como

a teoria de estratégia política corporativa tem suas premissas quando se trata da relação da empresa como o governo.

Este trabalho, como sugestão para trabalhos futuros tem a aplicação empírica das teorias aqui discutidas com dados das empresas brasileiras onde, principalmente, o governo Federal tem participação.

Connections policies of enterprises by ownership structures: an approach to the Government as shareholder

Abstract

With the growing interest in the economic literature on the activism of the Government realizes that, more intensive, the Government starts to influence the economic and productive activity in Brazil. Under the integration of two theoretical perspectives, the theory of corporate political strategy and agency theory, this study discusses the effects of political connections through the ownership structure and the Government as a shareholder. Since the main objective of this theoretical essay is to discuss the relevance of ownership structures politically connected through its ownership structure especially when the Government takes part of this structure as a shareholder for the measurement of economic and financial performance, market and leverage, proposing hypotheses liable to subsequent statistical tests. The literature suggests that Government ownership affects the economic and financial performance, market and leverage the firm, and that this effect will be negative in majority levels of Government involvement and positive when Government involvement is minor.

Keywords: Ownership structure. Political connections. Government. Performance.

REFERÊNCIAS

ANDERSON, J.; LEE, Y.; MURRELL, P. Competition and privatization amidst weak institutions: evidence from Mongolia. **Economic Inquiry**, v. 38, 2000. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1111/j.1465-7295.2000.tb00034.x>>.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

ANG, J.; DING, D. Government ownership and the performance of government-linked companies: The case of Singapore. **Journal of Multi-national Financial Management**, v. 16, 2006. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.mulfin.2005.04.010>>.

BANDEIRA-DE-MELLO, R.; MARCON, R.; ALBERTON, A. Teoria instrumental dos stakeholders em ambientes turbulentos: uma verificação empírica utilizando doações políticas e sociais. **Brazilian Business Review**, v. 5, 2008.

BANDEIRA-DE-MELLO, R.; MARCON, R. Unpacking firm effects: modeling political alliances in variance decomposition of firm performance in turbulent environments. **Brazilian Administration Review**, v. 2, 2005.

BARON, D. Integrated strategy: market and nonmarket componentes. **California Management Review**, v. 37, 1995. Disponível em: <[http://dx.doi.org/10.1016/0024-6301\(95\)91632-6](http://dx.doi.org/10.1016/0024-6301(95)91632-6)>.

BAYSINGER, B. Domain maintenance as an objective of business political activity: an expanded typology. **Academy of Management Review**, v. 9, 1984. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/258438>>.

BERTRAND, M. et al. Politicians, firms and the political business cycle: evidence from France. **Unpublished Working Paper**, University of Chicago, 2007. Disponível em: <<http://18.4.38.147/finance/pdf/schoar-021607.pdf>>.

BOARDMAN, A.; VINING, A. Ownership and performance in competitive environments: a comparison of the performance of private, mixed, and state-owned enterprises. **Journal of Law and Economics**, v. 32, 1989.

BORTOLOTTI, B.; FACCIO, M. Government control of privatized firms. **Review of Financial Studies**, v. 22, 2009. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1093/rfs/hhn077>>.

BOUBAKRI, N.; COSSET, J.; SAFFAR, W. Political connections of newly privatized firms. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, 2008. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.08.003>>.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil**. Brasília, DF: Senado, 1988.

CAMILO, S.; MARCON, R.; BANDEIRA-D-MELLO, R. Conexões políticas das firmas sob as perspectivas da governança e da dependência de recursos. In: ENCONTRO DE ESTUDOS ORGANIZACIONAIS DA ANPAD, 6., 2010, Florianópolis. **Anais...** Florianópolis, 2010.

CAMPOS, T. Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Administração**, v. 41, 2006.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração da USP**, v. 39, 2004.

CHAGANTI, R.; DAMANPOUR, F. Institutional ownership, capital structure, and firm performance. **Strategic Management Journal**, v. 12, 1991. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1002/smj.4250120702>>.

CHEN, D.; FAN, J.; WONG, T. Politically-connected CEOs, corporate governance and post-IPO performance of China's partially privatized firms. **CEI Working Paper Series**, 2004. Disponível em: <http://www.afajof.org/pdfs/2005program/UPDF/P251_Corporate_Governance.pdf>.

CHEN, G.; FIRTH, M.; XU, L. Does the type of ownership control matter? Evidence from China's listed companies. **Journal of Banking & Finance**, v. 33, 2009. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.023>>.

CHHIBBER, P.; MAJUMDAR, S. State as investor and state as owner: consequences for firm performance in India. **Economic Development and Cultural Change**, v. 46, 1998. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1086/452358>>.

CLAESSENS, S.; FEIJEN, E.; LAEVEN, L. Political connections and preferential access to finance: the role of campaign contributions. **Journal of Financial Economics**, v. 88, 2008. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.11.003>>.

DAMI, A.; ROGERS, P.; RIBEIRO, K. Estrutura de propriedade no Brasil: evidências empíricas no grau de concentração acionária. **Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 5, 2007.

DE MIGUEL, A.; PINTADO, J.; TORRE, C. Ownership structure and firm value: new evidence from Spain. **Strategic Management Journal**, v. 25, 2004. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1002/smj.430>>.

DEMSETZ, H.; LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. **Journal of Political Economy**, v. 93, 1985. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1086/261354>>.

DEMSETZ, H. The Structure of ownership and the theory of the firm. **Journal of Law and Economics**, v. 26, 1983. Disponível em: <<http://www.jstor.org/pss/725108>>.

DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B. Ownership structure and corporate performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, 2001. Disponível em: <[http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00020-7](http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00020-7)>.

DINÇ, S. Politicians and banks: Political influences on government-owned banks in emerging markets. **Journal of Financial Economics**, v. 77, 2005. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.06.011>>.

ECCO, I. **Conselhos de administração das empresas reguladas no Brasil: conexões políticas e o seu desempenho**. 2010. Dissertação (Mestrado)–Universidade do Vale do Itajaí, Biguaçu, 2010.

EISENHARDT, K. Agency theory: an assessment and review. **Academy of Management**, v. 14, 1989. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2307/258191>>.

FACCIO, M. Differences between politically connected and non-connected firms: a crosscountry analysis. **Financial Management (Conditionally accepted)**, 2009. Disponível em: <<http://69.175.2.130/~finman/Publications/FM/Forthcoming/Faccio.pdf>>.

FACCIO, M.; MASULIS, R.; MCCONNELL, J. political Connections and Corporate Bailouts. *The Journal of Finance*, v. 61, 2007. Disponível em: <http://www.aeaweb.org/assa/2006/0107_1430_1103.pdf>.

FACCIO, M. Politically Connected Firms. **The American Economic Review**, v. 96, 2006. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1257/000282806776157704>>.

_____. The characteristics of politically connected firms. **Unpublished Working Paper**, Vanderbilt University, 2007. Disponível em: <http://www.acaweb.org/annual_mtg_papers/2007/0107_1300_1201.pdf>.

FIRTH, M. et al. Inside the black box: Bank credit allocation in China's private sector. **Journal of Banking & Finance**, v. 33, 2009. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.12.008>>.

FISMAN, D. et al. Estimating the value of connections to vice-president cheney. **Working Paper**, 2006. Disponível em: <<http://fairmodel.econ.yale.edu/ec483/ffgk.pdf>>.

FISMAN, R. Estimating the value of political connections. **American Economic Review**, v. 91, 2001. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1257/aer.91.4.1095>>.

FONTES FILHO, J. Governança organizacional aplicada ao setor público. In: CONGRESO INTERNACIONAL DEL CLAD SOBRE LA REFORMA DEL ESTADO Y DE LA ADMINISTRACIÓN PÚBLICA, 8., 2003. Panamá. **Anais...** Panamá, 2003. Disponível em: <<http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/clad/clad0047108.pdf>>.

FUCS, J.; CORONATO, M. A mão oculta do estado. **Época**, Ed. 682, São Paulo, 2011.

GUL, F. Government share ownership, investment opportunity set and corporate policy choices in China. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 7, 1999. Disponível em: <[http://dx.doi.org/10.1016/S0927-538X\(99\)00004-9](http://dx.doi.org/10.1016/S0927-538X(99)00004-9)>.

HART, O.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. The proper scope of government: theory and an application to prisons. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 112, 1997. Disponível em: <<http://www.nek.lu.se/nekfra/Topics/Assign08/lucindad.pdf>>.

- HILLMAN, A.; HITT, M. Corporate political strategy formulation: A model of approach, participation and strategy decisions. **Academy of Management Review**, v. 20, 1999. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2307/258892>>.
- HILLMAN, A. J.; ZARDKOOHI, A.; BIERMAN, L. Corporate political strategies and firm performance: Indications of firm specific benefits from personal service in the US government. **Strategic management Journal**, v. 20, 1999.
- HILLMAN, A.; KEIM, G.; SCHULER, D. Corporate political activity: a review and research agenda. **Journal of Management**, v. 30, 2004. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.jm.2004.06.003>>.
- HILLMAN, A. Politicians on the board of directors: do connections affect the bottom line? **Journal of Management**, v. 31, 2005. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1177/0149206304272187>>.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, 1976. Disponível em: <[http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)>.
- KANG, D.; SORENSEN, A. Ownership organizational and firm performance. **Annual Review of Sociology**, v. 25, 1999. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1146/annurev.soc.25.1.121>>.
- LA PORTA, R. et al. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v. 54, 1999. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1111/0022-1082.00115>>.
- _____. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, 1998. Disponível em: <<http://piketty.pse.ens.fr/fichiers/enseig/econieg/articl/La-Portaetal1998.pdf>>.
- LAZZARINI, S. **Capitalismo de laços**: os donos do Brasil e suas conexões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

LAZZARINI, S. Mudar tudo para não mudar nada: análise da dinâmica de redes de proprietários no Brasil como “mundos pequenos”. **RAE-eletrônica**, v. 6, 2007.

LAZZARINI, S.; MUSACCHIO, A. Leviathan as a minority shareholder: a study of equity purchases by the Brazilian national development bank (BNDES), 1995–2003. **Working Paper Series**, 2010. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1713429>.

LEAL, R.; SILVA, L. Controle compartilhado e o valor das empresas brasileiras. **RAC-Eletrônica**, v. 2, 2008.

LEECH, D.; Leahy, J. Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies. **The Economic Journal**, v. 101, 1991. Disponível em: <<http://www.jstor.org/pss/2234893>>.

LI, H. et al. Political connections, financing and firm performance: Evidence from Chinese private firms. **Journal of Development Economics**, v. 87, 2008. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.jdeveco.2007.03.001>>.

LI, K.; YUE, H.; ZHAO, L. Ownership, institutions, and capital structure: evidence from China. **Journal of Comparative Economics**, v. 37, 2009. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.jce.2009.07.001>>.

MAJUNDAR, S. Assessing comparative efficiency of the state-owned mixed and private sectors in Indian industry. **Public Choice**, v. 96, 1998. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1023/A:1004941023587>>.

MAKHIJA, M. The value of restructuring in emerging economies: the case of the Czech Republic. **Strategic Management Journal**, v. 25, 2003. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1002/smj.378>>.

MEGGINSON, W.; NETTER, J. From state to market: a survey of empirical studies on privatization. **Journal Economic Literature**, v. 39, 2001. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.262311>>.

- MÉNDEZ, C. Estructura de propiedad y desempeño de la firma: el caso chileno. **Revista Latinoamericana de Administración**, v. 43, 2009. Disponível em: <<http://redalyc.uaemex.mx/src/inicio/ArtPdfRed.jsp?iCve=71612112004>>.
- MOHAMED, S. et al. Characteristics and performance of politically-linked firms in malaysia. **The International Journal of Finance**, v. 19, 2007.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, 1988. Disponível em: <[http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7)>.
- MYERS, B. Corporate political activity and asset pricing. **Working Papers Series**, 2005. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.950104>>.
- NG, A.; YUCE, A.; CHEN, E. Determinants of state equity ownership, and its effect on value/performance: China's privatized firms. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 17, 2009. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.pacfin.2008.10.003>>.
- OKIMURA, R. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. Dissertação (Mestrado)–Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.
- OKIMURA, R.; SILVEIRA, A.; ROCHA, K. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **RAC-Eletrônica**, v. 1, 2007.
- PEDERSEN, T.; THOMSEN, S. Economic and systemic explanations of insider ownership among Europe's largest companies. **International Journal of the Economics of Business**, v. 6, 1999. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1080/13571519984133>>.
- _____. Ownership structure and value of the largest European firms: the importance of owner identity. **Journal of Management and Governance**, v. 7, 2003. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1023/A:1022480016567>>.

PFEFFER, J.; SALANCIK, G. **The external control of organizations: a resource-dependence perspective**. New York: Harper & Row, 1978.

PIVOVARSKY, A. Ownership concentration and performance in Ukraine's privatized enterprises. **IMF Staff Papers**, v. 50, 2003. Disponível em: <http://home.cerge-ei.cz/hanousek/jel_survey/Table%202/Pivovarsky_2003.pdf>.

PROCIANOY, J.; CARVALHO-SOBRINHO, J. Does the privatization of state companies improve their performance? Evidence from the Brazilian case. **Latin American Business Review**, v. 2, 2001. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1300/J140v02n03_02>.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, n. 48, 2008.

SAMUELS, D. Money, elections, and democracy in Brazil. **Latin American Politics and Society**, v. 43, 2001. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1111/j.1548-2456.2001.tb00398.x>>.

SAPIENZA, P. The effects of government ownership on bank lending. **Journal of Financial Economics**, v. 72, 2004. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2002.10.002>>.

SHAFFER, B. Firm level responses to government regulation: Theory and research approaches. **Journal of Management**, v. 21, 1995. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1177/014920639502100305>>.

SHLEIFER, A. State versus private ownership. **Journal of Economic Perspectives**, v. 12, 1998. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1257/jep.12.4.133>>.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, 1997. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w5554.pdf>>.

SILVEIRA, A. **Governança corporativa e estrutura de propriedade:** determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. 2004. Tese (Doutorado)–Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SIQUEIRA, T. Concentração da propriedade nas empresas brasileiras de capital aberto. **Revista do BNDES**, v. 5, 1998.

STULZ, R. Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. **Journal of Financial Economics**, v. 20, 1988. Disponível em: <[http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90039-6](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(88)90039-6)>.

SUN, Q.; TONG, W.; TONG, J. How does government ownership affect firm performance? Evidence from China's privatization experience. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 29, 2002. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1111/1468-5957.00422>>.

THOMSEN, S.; PEDERSEN, T. Ownership structure and economics performance in the largest European companies. **Strategic Management Journal**, v. 21, 2000. Disponível em: <[http://dx.doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(200006\)21:6<689::AID-SMJ115>3.0.CO;2-Y](http://dx.doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(200006)21:6<689::AID-SMJ115>3.0.CO;2-Y)>.

WU, H. Can minority state ownership influence firm value? Universal and contingency views of its governance effects. **Journal of Business Research**, v. 64, 2011. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2010.10.001>>.

Recebido em 2 de outubro de 2012

Aceito em 7 de novembro de 2012

