

Governança Corporativa em Empresas Familiares na China: Desafios e Oportunidades.

Rodrigo Zeidan¹, Agyenim Boateng² and Xiaogang Bi³.

Resumo: O artigo mostra como a estrutura de governança das empresas familiares chinesas é restrita por mercados de capitais imaturos e restrições a finanças pessoais. O resultado é uma estrutura de propriedade concentrada, mas com tendências a uma maior profissionalização da gestão, mesmo se o ambiente institucional não se alterar significativamente. O caso das empresas chinesas se assemelha ao das organizações familiares brasileiras, na qual a falta de possibilidade de saída impede a execução de uma estratégia financeira familiar eficiente, mantendo a concentração de risco da família correlacionada com o da empresa familiar.

Palavras-Chaves: Estratégias de Saída; Ambiente Institucional; Empresas familiares chinesas.

¹ Associate Professor of Economics & Finance at Fundação Dom Cabral and Affiliated Assistant Professor at Nottingham University Business School China. Corresponding author.

² Associate Professor at Nottingham University Business School China.

³ Assistant Professor at Nottingham University Business School China.

Introdução

Imaginemos um empreendedor(a) bem sucedido, que construiu uma empresa sólida e que deve decidir sobre a relação de sucessão e o processo de profissionalização da empresa, desenhando a estrutura ótima de Governança Corporativa que alie seu planejamento pessoal e o desenvolvimento da empresa. A idéia central desse capítulo é analisar as questões e desafios que esse empreendedor(a), agora controlador(a) principal, enfrentaria no caso do mercado chinês, seja no caso de uma empresa de capital fechado ou aberto.

Enquanto no Brasil o cenário da Governança Corporativa converge aceleradamente para o modelo Anglo-Saxão mesmo mantendo-se características peculiares ao modelo Nipo-Germânico - como alta concentração de propriedade -, na China as questões mais relevantes de Governança Corporativa ainda se encontram em estágios iniciais de busca de soluções. Em especial, serão analisadas as principais restrições a um desenho ideal de uma estrutura de Governança Corporativa que permita a sobrevivência de longo prazo da empresa, mas que também atenda aos interesses dos controladores familiares. Um dos argumentos centrais é que a profissionalização da gestão passa não somente pelas relações principal-agente, mas também pelas relações principal-principal e o ambiente institucional que restringe a capacidade de geração de valor de curto prazo e de planejamento familiar para os controladores desse tipo de empresas.

O argumento central do nosso trabalho é que o ambiente institucional influencia a atuação dos controladores familiares o que, por sua vez, se traduz em diferentes incentivos em relação ao desenho da estrutura de Governança Corporativa das empresas familiares chinesas. Para isso estabeleceremos as variáveis fundamentais desse ambiente e mostraremos como as mesmas se traduzem nos incentivos distorcidos em relação à dispersão de capital e busca por profissionalização e melhor Governança Corporativa.

1 – Ambiente Institucional e Governança Corporativa em Empresas Familiares.

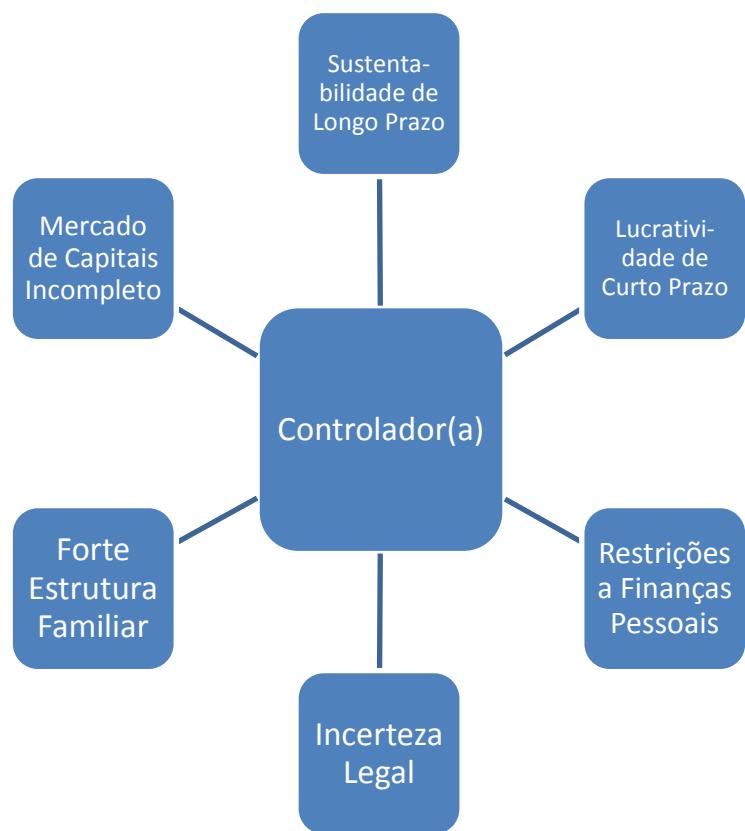
A maior parte da literatura empírica que relaciona governança corporativa com estrutura de propriedade familiar se preocupa em relacionar a estrutura adotada por essas empresas com os resultados econômicos obtidos pelas mesmas. Essa extensa literatura apresenta casos para o Brasil. No caso chinês, para as empresas listadas em Bolsa, a evidência é ambígua. Com dados de 1575 empresas de capital aberto para o período de 1994-2008, Yining (2010) mostra que empresas familiares apresentam maior possibilidade de crescimento (medida através do valor q de Tobin), mas menor lucratividade (medida através do Retorno sobre Ativo).

Pouca atenção, contudo, se dá à relação entre a estrutura de governança das empresas familiares, os objetivos dos controladores e o ambiente institucional. De fato, a preocupação excessiva em relacionar controle familiar com lucratividade ignora o fato de que os objetivos dos controladores familiares podem ser distintos de uma preocupação somente com desempenho de curto ou mesmo longo prazo, mas com diversos objetivos inseridos dentro de um ambiente institucional distinto daqueles encontrados em outros países. Por exemplo, as estratégias de saída para controladores familiares se mostram limitados, como mostraremos posteriormente, o que torna o desempenho da governança corporativa da empresa subjacente a uma manutenção, que às vezes pode ser forçada, de um controle concentrado nas mãos dos fundadores e

controladores da empresa. Nesse sentido, o processo sucessório torna-se mais dramático, pois a opção de simplesmente liquidar os ativos familiares pode ser não possível dentro do ambiente institucional do mercado chinês.

A figura abaixo ilustra o ambiente institucional no qual o empreendedor(a) está sujeito dado o estágio de uma empresa que se considera consolidada no cenário econômico chinês. Nesse cenário o empreendedor(a) se torna controlador(a) da organização, ou seja, estamos assumindo que nossa análise se restringe a um ambiente institucional que considera empresas consolidadas no mercado, em uma fase posterior ao crescimento inicial do negócio.

Figura 1 – Ambiente Institucional enfrentado por Controladores de Empresas Familiares no mercado da China.



Alguns dos fatores apresentados na figura 1 acima são comuns à realidade brasileira, como a forte estrutura familiar e a dicotomia entre a busca pela sustentabilidade de longo prazo e a geração de fluxos de caixa de curto prazo para os acionistas da empresa. Contudo, alguns fatores são peculiares ao mercado chinês e vão ser abordados nas seções seguintes.

1.1. Mercado de Capitais Incompleto.

A idéia de que os mercados de capitais da China são imaturos, ineficientes e incompletos está bem estabelecida. O sistema bancário é concentrado nas mãos de bancos estatais que ainda discriminam empresas familiares na concessão de créditos (Kang et al, 2008), o mercado de títulos é quase inexistente (Yining, 2010) e mesmo o mercado acionário sofre de uma série de distorções que fez com que o desempenho do índice da bolsa de Shanghai fosse o 3º pior entre 85 bolsas de valores do mundo em 2010 (com desvalorização de 15%, à frente somente de Eslovênia e Grécia, esta com desvalorização de 24,5%), mesmo com um crescimento de 10% na economia chinesa no período.

O impacto dessa situação sobre as empresas familiares chinesas é bem claro. Os controladores têm poucas opções de financiamento para o crescimento além de lucros retidos, capital próprio ou formas de financiamento informal, como familiares. Au e Kwan (2009) mostram que a maior parte dos empreendedores chineses se financia, inicialmente, com familiares, ou seja, através de redes informais de financiamento. Ayyagari et al (2010) mostram, inclusive, que a falta de financiamento formal impede o crescimento maior das empresas familiares chinesas. De fato, os autores mostram que embora somente uma pequena parte das empresas familiares consiga obter acesso a financiamento bancário, essas empresas crescem mais rapidamente e apresentam maior lucratividade que as empresas que recorrem a financiamento informal. Esse resultado mostra claramente a importância de criação de acesso a fontes de financiamento formal para o sucesso de empresas familiares na China e os autores argumentam que esse resultado é replicável a outros países em desenvolvimento.

O fato de que o mercado de capitais chinês é incompleto não se reflete somente nas estratégias de crescimento das empresas, mas também nas possíveis estratégias de saída dos controladores. Como as empresas familiares são discriminadas nos mercados de capitais, não há um significativo mercado de fusões e aquisições ou mesmo uma atuação perene de fundos de *private equity* que permita aos controladores se desfazer das empresas caso haja necessidade ou desejo de liquidação do patrimônio familiar. Embora haja um crescimento nas transações de controle de empresas no mercado chinês, esse crescimento também é limitado pela incerteza legal, a ser discutida posteriormente. Ademais, o número de investidores institucionais é muito pequeno e mesmo saídas via IPOs são limitadas pela incerteza em relação ao mercado acionário. Complementa-se a isso o fato de que os custos transacionais são muito maiores que em mercados maduros. Alguns dos maiores empecilhos ao desenvolvimento de um mercado de *private equity* na China, assim como em outros países em desenvolvimento como o Brasil, são o fato de que há pouca transparência em relação às informações empresariais e os altíssimos custos de *due diligence*. O mercado de *private equity* está restrito somente às grandes empresas familiares, dado que somente para essas empresas os grandes fundos de *private equity* apresentam interesse suficiente para superar os custos transacionais associados a esse tipo de transação.

Esses problemas são também limitados pelo fato de que o ciclo de crescimento das empresas chinesas familiares ainda encontra-se em fase de consolidação. Contudo, como vamos ver a frente, o amadurecimento das empresas familiares chinesas, assim como ocorreu em outros países como o Brasil, traz consigo diversas questões relevantes sobre o desenho da Governança Corporativa em um ambiente de mercados financeiros imaturos ou incompletos.

1.2. Restrições a Finanças Pessoais.

Uma simples análise de portfólio empresarial mostra que para controladores de empresas familiares a manutenção da empresa como total patrimônio da família é uma estratégia que não maximiza valor no longo prazo, por deixar todo o risco familiar associado ao sucesso do empreendimento. Assim, fundos familiares e dispersão por diversificação de ativos é uma estratégia comum para famílias em países desenvolvidos. Mesmo no caso brasileiro as empresas familiares conseguem montar estratégias que envolvem a diversificação de ativos para retirar da empresa a responsabilidade pela solvência familiar de longo prazo.

No caso chinês existem diversas restrições à diversificação de ativos pessoais para atender a uma necessidade de dispersão de risco para as famílias. Em primeiro lugar, os controladores de empresas familiares têm restrições à manutenção de ativos no exterior. Em segundo, não há opções de ativos financeiros livres de risco com retorno positivo para a manutenção de um portfólio com diferentes relações de risco/retorno, seja fundos de bancos comerciais ou títulos públicos ou privados. A situação a seguir ilustra os problemas associados a investimentos pessoais. Imaginemos um controlador que se desfaça de parte da sua empresa familiar, obtendo um montante a ser investido no mercado financeiro chinês. Fundos de bancos comerciais normalmente apresentam rendimentos abaixo da inflação, retornando valores reais negativos. Não existem títulos públicos ou privados com retornos reais positivos. O mercado acionário, embora funcional, apresenta alta volatilidade. A única alternativa encontrada por muitos investidores para a mobilização de ativos está no mercado imobiliário. O resultado é que o mercado imobiliário chinês é um dos mais aquecidos do mundo, concentrado a maior parte da poupança privada, mesmo aquela dos empreendedores chineses.

A atração dos investidores chineses com o mercado imobiliário é parecida com a do mercado brasileiro na época de alta inflação: os investidores utilizam o mercado imobiliário como forma de buscar proteção de longo prazo contra incertezas econômicas. Ademais, embora alguns autores considerem que o mercado imobiliário chinês apresenta características de uma bolha financeira, existe uma percepção, por parte dos investidores, de que o risco desse mercado não é grande. Os presentes autores entrevistaram alguns investidores que concentram todo seu portfólio em ativos imobiliários. Quando perguntados sobre os riscos de uma queda generalizada de preços desses ativos, os investidores foram unâimes em afirmar que não acreditavam nessa possibilidade, por suporem que o governo venha a impedir que isso aconteça.

O resultado do quadro acima é que os controladores de empresas familiares, mesmo que consigam liquidar parte de seus ativos, têm restrições em relações ao desenho de um portfólio que permita separar o risco familiar do risco do empreendimento familiar. Essa é uma das razões pelas quais a concentração de capital tende a diminuir lentamente no mercado chinês. Mais que a cultura de manutenção de direito de fluxos de caixa, como no caso brasileiro, muitos controladores familiares buscam a manutenção do controle por não terem oportunidade de diversificação em termos de ativos financeiros para a construção de estratégias financeiras familiares. Assim, existem incentivos para a manutenção de uma estrutura concentrada de controle e da diversificação horizontal.

1.3. Incerteza Legal.

Embora o mercado brasileiro, assim como de muitos países em desenvolvimento, apresente alto nível de incerteza legal, no caso chinês essa incerteza assume um papel peculiar pela participação do Estado na criação dessa incerteza.

A principal fonte de incerteza está na discriminação do Estado em favor de empresas estatais. Isso não se resume ao governo central, dado que os governos regionais apresentam elevado poder discricionário de alocação de recursos públicos. Nesse sentido, a corrupção e a criação de relacionamentos informais entre empreendedores e Estado tornam a situação das empresas familiares incerta em relação ao desempenho de longo prazo. Deve-se notar que nem toda a incerteza é informal. A Lei das S/A Chinesa, revista em 2005, finalmente permitiu às empresas privadas a adoção de ações preferenciais para captação de recursos, mas como não há regulamentação para uma estrutura de ações *dual-class* as empresas privadas continuam sem poder se financiar utilizando-se desse mecanismo.

Um dos resultados mais interessantes da literatura acadêmica está em Li et al (2008). Nesse trabalho os autores mostram que se os empreendedores são membros do Partido Comunista as empresas conseguem acesso mais fácil ao sistema financeiro formal, lidam mais facilmente com entraves legais e apresentam melhor desempenho econômico. Mais ainda, os autores mostram que essas vantagens variam de acordo com diferentes regiões da China, sendo maiores nas regiões em que os mercados e instituições legais são mais frágeis.

Para um controlador típico o nível de incerteza legal cria um incentivo à manutenção de uma estrutura concentrada de propriedade que permita ao controlador navegar o ambiente institucional de forma a manter a relação construída entre a empresa e as instituições estatais.

2. Governança Corporativa em Empresas Familiares Chinesas.

A estrutura de Governança Corporativa em empresas familiares chinesas responde ao ambiente institucional delineado na figura 1. O resultado atual é que as empresas familiares chinesas utilizam poucos gerentes profissionais e muitas delas nem mesmo têm formalmente o cargo de CEO (Jiang e Peng, 2011). Quais os incentivos para os controladores de empresas familiares chinesas?

Dadas as restrições em relação aos mercados financeiros incompletos e imaturos e às possibilidades de diversificação de ativos pessoais, a tendência de médio prazo das empresas familiares chinesas ainda é o de manter alto índice de concentração de capital. Não obstante essa tendência, as empresas chinesas ainda são pouco profissionalizadas. Esse fato, por si só, é pouco relevante, dado que as empresas chinesas familiares, em sua maioria, ainda são jovens e estão em pleno ciclo de crescimento. Ding et al (2008) reforçam essa visão ao mostrar que mesmo com todas essas restrições as empresas familiares listadas em bolsa apresentam melhor desempenho que as empresas estatais.

O problema que um controlador enfrenta, dadas as restrições apresentadas na figura 1, está em estabelecer a relação entre sustentabilidade de longo prazo e determinação de uma estrutura de governança que permita a execução de objetivos familiares. Dado que a saída do empreendimento é problemática pela falta de liquidez no mercado de fusões e aquisições e o fato de que mesmo que haja saída não há como montar um portfólio interessante de ativos financeiros com os possíveis recursos obtidos com a venda da empresa, como deve se comportar o controlador? Enquanto no curto prazo a manutenção do conjunto empresarial nas mãos da família é natural, no longo prazo uma estratégia eficiente de diversificação de risco deveria passar por uma diminuição da empresa familiar na composição dos ativos financeiros da família. Como essa possibilidade é diminuída pela falta de mercado para saída e falta de opções de outros ativos financeiros, resta à família a profissionalização do negócio como forma de garantir a sustentabilidade da empresa no longo prazo.

A pressão pela profissionalização é facilmente percebida por um simples entendimento do ciclo de negócios de uma empresa familiar. Enquanto a construção da organização é normalmente feita pelo(a) empreendedor(a) fundador(a), a fase de maturidade é normalmente associada à continuação do negócio pelo controlador(a), pela sucessão familiar, pela profissionalização da empresa ou saída parcial ou total do negócio. No caso chinês, assim como também em parte no brasileiro, a diversificação é complicada pelo ambiente institucional. Assim, à não ser que haja interesse familiar em manter a gestão, assim como controle da empresa, há uma tendência, no médio prazo, para uma busca de profissionalização da empresa. Enquanto no Brasil esse processo se consolida e conceitos mais sofisticados como Conselho de Administração Familiar são cada vez mais usados, na China o estágio ainda é inicial, com a passagem da gestão puramente familiar para uma gestão mais profissional. Essa tendência ainda é incipiente, mas existe um movimento crescente para a mesma. No caso chinês, contudo, o monitoramento familiar tende a ser ainda mais presente que no caso brasileiro, dada a concentração de risco na organização familiar.

Assim, resta uma dicotomia ao controlador familiar: da mesma forma que o ambiente institucional gera incentivos à profissionalização, há um grande incentivo a um monitoramento para utilização de qualquer oportunidade de expropriação para fins de criação de um portfólio familiar. Algumas tendências de mudança no ambiente institucional, como a criação de mercados de *private equity* em Shenzhen e a maturidade de alguns investidores institucionais entrantes, já eram observadas por Gui (2000), mas dez anos após esse trabalho a evolução do mercado chinês ainda não possibilita estratégias de saída eficiente por parte dos controladores.

2.1. A Estrutura de Governança Corporativa Ideal.

No caso chinês, a estrutura de governança ideal passa pela separação entre gestão e propriedade, mas diferente da maioria dos países, enseja um monitoramento mais presente por parte da família. Assim, em vez do caso geral no qual a busca por diluição de propriedade dilui o custo de monitoramento dos controladores familiares, a falta de estratégias de saída incentiva os controladores a manterem uma estrutura de monitoramento da gestão que alinhe os interesses dos controladores familiares com os da empresa. Contudo, diferentemente do caso brasileiro ou de outros países, existe um

incentivo natural a uma busca de sustentabilidade de longo prazo, dado que não há alternativas à concentração da empresa dentro dos ativos familiares. De fato, controladores de empresas familiares chinesas têm um incentivo à manutenção do crescimento da organização, além de diversificar os negócios através da formação de conglomerados e entrada em diferentes mercados. Nesse sentido o mercado chinês difere do mercado brasileiro, no qual empresas consolidadas buscam estratégias que permitam à família maximizar uma relação risco/retorno de acordo com a utilidade dos controladores familiares. A falta de opções de saída e de ativos financeiros nos quais recursos líquidos possam ser investidos torna o crescimento um incentivo importante para os controladores. Nesse caso, o alinhamento dos interesses entre gestão e propriedade é mais facilmente conseguido do que em países, como o Brasil, nos quais os interesses dos controladores podem diferir dos outros sócios ou dos gestores da organização.

3. Comentários Finais.

A principal questão da Governança Corporativa em empresas familiares está no alinhamento entre os interesses dos controladores familiares e outros sócios e/ou gestores da organização. Em países como o Brasil, com uma cultura de concentração de propriedade e forte monitoramento, existem grandes incentivos a utilizar a empresa familiar como simples ativo financeiro dentro do portfólio dos ativos familiares. Assim, a profissionalização da gestão passa por resistências por parte dos controladores familiares. O objetivo desse trabalho foi analisar o mercado chinês para mostrar que outros incentivos institucionais permeiam a relação entre principal e agente em empresas familiares chinesas. Primeiramente mostramos que além das questões comuns ao mercado brasileiro, na China os mercados de capitais ainda se encontram em um estágio inferior de maturidade. Além disso, restrições à finanças pessoais diminuem as opções de gestão da empresa como simples ativo financeiro, o que ajuda a alinhar os objetivos de longo prazo dos controladores com os gestores.

A pergunta inicial do artigo estava relacionada às opções que um controlador(a) familiar chinês teria uma vez que tivesse consolidado o processo de crescimento da organização. A resposta que damos é que os controladores familiares irão, cada vez mais, buscar a profissionalização da empresa de forma a auferir melhor desempenho, dado que há um incentivo natural ao alinhamento dos interesses dos controladores a outros sócios e/ou gestores. Contudo, a situação da Governança Corporativa em empresas familiares chinesas está longe do processo de maturidade encontrado em países desenvolvidos ou mesmo em países com elevado grau de convergência a mercados maduros, como o caso brasileiro.

Referências.

- Au, K. e H.K. Kwan. (2009). Start-up capital and Chinese entrepreneurs: The role of family. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33, 889-908.
- Ayyagari, M., A. Demirguc-Kunt, e V. Maksimovic. (2010). Formal versus Informal Finance: Evidence from China, *Review of Financial Studies*, 23, 3048-3097.
- Ding, Y., H. Zhang, e J. Zhang. (2008). The financial and operating performance of Chinese family-owned listed firms. *Management International Review*, 48, 297–318.
- Gui, Z. (2000). Developing a Private Equity Business in China, Unpublished manuscript, Sloan School of Management.
- Kang, Y., L. Shi, e E.D. Brown. (2008). Chinese Corporate Governance - History and Institutional Framework, RAND Center for Corporate Ethics and Governance.
- Jiang, Y. e M.W. Peng. (2011). Are family ownership and control in large firms good, bad, or irrelevant? *Asia Pacific Journal of Management*, 28, 15-39.
- Li, Hongbin, L. Meng, Q. Wang, e L. Zhou. (2008). Political Connections, Financing and Firm Performance: Evidence from Chinese Private Firms. *Journal of Development Economics*, 87, 283–299.
- Yining, L. (2010), Corporate Governance in China, Unpublished manuscript, Universität Wien.