

ENSAIO TEÓRICO SOBRE A INTERRELAÇÃO DAS DIMENSÕES: GOVERNANÇA CORPORATIVA, INOVAÇÃO E ESTRUTURA DE CAPITAL

CAMILA TERESA MARTUCHELI

UNIVERSIDADE SALGADO DE OLIVEIRA (UNIVERSO)

ANTÔNIO ARTUR DE SOUZA

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS (UFMG)

GOVERNANÇA CORPORATIVA, INOVAÇÃO E ESTRUTURA DE CAPITAL: ENSAIO TEÓRICO SOBRE A INTERRELAÇÃO DESSAS DIMENSÕES

1 INTRODUÇÃO

A governança corporativa é um tema amplamente estudado na área de finanças e cujos mecanismos são tidos como adequados para alinhar os objetivos organizacionais e buscar soluções para os potenciais conflitos entre gestores e acionistas, os quais são tratados pela teoria da agência. Entender os princípios e os diferentes mecanismos da governança corporativa é importante na medida em que eles podem influenciar os investimentos em inovação e a estrutura de capital.

A inovação tem sido amplamente considerada como um dos principais mecanismos para que as empresas sustentem e impulsionem o crescimento dos negócios (Solow, 1957; Bloom & Van Reenen, 2002; Hall et al., 2005; Hasan et al., 2020; Wen & Zheng, 2020). Os efeitos positivos do investimento em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) sobre a inovação foram demonstrados em pesquisas empíricas recentes. Contudo, as conclusões relativas ao impacto da governança corporativa sobre o investimento em inovação são divergentes, ainda que a literatura aponte que os mecanismos de governança exercem importante papel na solução dos problemas da agência (Rodrigues et al., 2020).

A crescente concorrência global impulsiona as empresas a investirem em inovação (Rodrigues et al., 2020), porém, tais investimentos são incertos e o retorno é, geralmente, em longo prazo (Rodrigues et al., 2020). É por isso que as decisões sobre investimento em inovação são propensas a conflitos de interesses entre acionistas e gestores (Honoré et al., 2015), conflitos esses que podem ser reduzidos por meio de mecanismos de governança (Baysinger & Hoskisson, 1990; Shleifer & Vishny, 1997), os quais visam garantir aos investidores um retorno sobre seus investimentos (Shleifer & Vishny, 1997).

Neste ensaio teórico discute-se a relação entre a inovação, a governança corporativa e a estrutura de capital, ou seja, como essas três dimensões interagem dentro das organizações, sob a luz das teorias que fundamentam a governança corporativa, a teoria da agência, a dos contratos e a de *Stewardship*.

Este trabalho é dividido em três partes. A primeira é esta introdução, seguida pela segunda parte que traz conceitos e a discussão sobre a relação entre as dimensões governança corporativa, inovação e estrutura de capital; e na terceira apresentam-se as conclusões, finalizando com a apresentação das referências utilizadas.

2 GOVERNANÇA CORPORATIVA, INOVAÇÃO E ESTRUTURA DE CAPITAL À LUZ DAS TEORIAS DA AGÊNCIA, DOS CONTRATOS E DO *STEWARDSHIP*

Sob a perspectiva da agência, uma organização é vista como um nexo de contratos implícitos e explícitos entre os participantes, tais como acionistas, funcionários, gestores e demais fornecedores de capital. Os acionistas – ou, proprietários – ao mesmo tempo em que são os responsáveis pelas contratações dos gestores de alto nível, dependem de suas ações relacionadas às decisões concernentes às atividades da empresa (Jensen & Meckling, 1976). Na literatura são encontrados argumentos conflitantes a respeito do papel dos acionistas nas atividades de inovação das empresas, além de subestimarem o papel das relações sociais entre acionistas majoritários e gestores na determinação do desempenho inovador da empresa (Zhang, Wei, Yang & Zhu, 2018). A teoria da agência preconiza que os gerentes geralmente se preocupam com o desenvolvimento de sua carreira e, portanto, podem investir seus maiores esforços e recursos em inovações mais

seguras e rotineiras em vez de fazê-lo em inovações altamente incertas e complexas (O'Connor & Rafferty, 2012), tais como a inovação radical (Zhang et al., 2018).

As decisões concernentes à inovação são decisões de investimento e, como tal, fazem parte do problema padrão de como alocar capital. Segundo Holmstrom (1989), a decisão de investir é baseada em um simples cálculo do valor presente líquido, no qual o fluxo de retorno futuro esperado do projeto contemplado é descontado utilizando um custo de capital que reflete o risco inerente a esse fluxo. Os projetos avaliados dessa forma não levam em conta carteiras individuais ou restrições de capital. Ainda segundo o autor, no âmbito de tais decisões, o uso de contratos de incentivo para reduzir os custos de transação, sob informação assimétrica, tem sido estudado extensivamente. Nesse contexto, a decisão por um investimento em inovação exige esforços do agente, que não podem ser compensados diretamente, uma vez que os resultados futuros são pouco previstos.

Nesse contexto, a habilidade das empresas para compensar os executivos por incentivos acaba sendo contrastada pelo próprio comportamento desses gestores, caso eles sejam aversos ao risco. Por isso, acionistas buscam manter um conselho que possa ser suficientemente monitorado de acordo com o nível dos custos de agência (Beatty & Zajac, 1994). Contudo, segundo Harris e Raviv (1979), os gestores têm preferência por menos monitoramento e menores riscos em recompensas, conforme salientam Beatty e Zajac (1994) em relação a como o risco da empresa está negativamente relacionado à proporção da remuneração gerencial total desejada em relação a essa compensação por incentivos. Assim, para motivar os gastos, são necessários incentivos aos agentes responsáveis pelo processo decisório dentro da empresa. Uma possibilidade é tornar o agente proprietário de parte do projeto (Holmstrom, 1989).

Teoricamente, o pagamento de incentivos gerenciais pode mitigar os efeitos dos problemas da agência e a aversão ao risco do *Chief Executive Officer* (CEO), de modo que estes estejam mais dispostos a assumir projetos de risco (Coles et al., 2006). Visto que projetos inovadores são investimentos mais arriscados a longo prazo e mais propensos a informações assimétricas, é essencial recompensar os gestores para induzi-los a trabalhar em benefício dos proprietários da empresa (Lin et al., 2011). Dessa forma, CEOs com mais incentivos financeiros se esforçam para garantir investimentos maiores em inovação.

De acordo com Holmstrom (1989), por definição, regras e rigidez inibem ou desestimulam atividades que são excepcionais. Os procedimentos de orçamento de capital extensivo são um impedimento particularmente severo, visto que os pedidos de financiamento enfrentam toda uma hierarquia dentro da empresa para que sejam aprovados, a fim de levar a decisão a um nível que carregue responsabilidade suficiente. Por isso, as chances de aceitação de projetos desconhecidos e inovadores acabam sendo diminuídas (Sah e Stiglitz, 1986). Todo esse processo reflete as tentativas do alto escalão da empresa de proteger seus investimentos, uma vez que novos produtos e métodos de produção podem ser uma ameaça potencial à posição de liderança dos gestores superiores (Holmstrom, 1989).

Além disso, o movimento em direção às medidas de desempenho verossímeis, mas menos relevantes, é igualmente problemático. É por isso que o monitoramento subjetivo é importante para a inovação, visto que o sucesso é tão incerto. Dessa maneira, investir em inovação requer uma tolerância excepcional ao fracasso. Contudo, as limitações de monitoramento sugerem que a empresa procure atividades que sejam objetivamente mais fáceis de serem avaliadas. Assim, as tarefas acabam sendo escolhidas de forma que favoreça um controle mais eficaz. Destaca-se que os sistemas de autoridade

e comando funcionam melhor em ambientes que são mais previsíveis e podem ser direcionados com menos investimento em informação (Holmstrom, 1989).

Além da imprevisibilidade, Shaikh & O'Connor (2020) salientam que a falta de monitoramento contundente pode levar as empresas já estabelecidas no mercado a falharem ao investir em inovação. Isso acontece, por exemplo, quando gestores oportunistas realizam vultosos investimentos em ideias radicais, mas com valor comercial limitado. Os autores acreditam que esse problema está mais relacionado à falha em selecionar, incentivar e monitorar adequadamente as atividades de comercialização associadas à inovação tecnológica do que no desejo de enriquecimento por parte do gestor à custa dos acionistas.

Holmstrom (1989), então, apresenta duas razões pelas quais as grandes empresas inovam menos. A primeira diz respeito à organização interna da companhia e a segunda tem a ver com a sua relação com o mercado de capitais. Internamente, uma grande empresa tem como objetivo atingir suas metas de produção e marketing de maneira eficaz. Assim, comprometer recursos em incentivos à inovação é considerado mais dispendioso do que investir em organizações menores e separadas. Além disso, pode colocar em risco as próprias métricas de desempenho, afetando os custos de oportunidade de funcionários e gestores. Há, ainda, nas grandes empresas, a forte presença de regras mais rígidas e burocratização de processos, que são considerados hostis para a inovação. Externamente, a empresa tem uma grande preocupação com sua reputação no mercado de capitais, o que a leva a agir de modo mais cauteloso ao assumir riscos. O desempenho do passado é um sinal importante para o potencial desempenho futuro e essa sinalização determina os termos sob os quais novos capitais são disponibilizados. Se, por um lado, as grandes empresas inovam menos (Holmstrom, 1989), por outro, as empresas de alta tecnologia têm gestores que, geralmente, incluem inovações radicais nos investimentos em P&D (Lazonick, 2007; Benner, 2010).

Além disso, a empresa também poderia duplicar os incentivos ao inovador, oferecendo direitos às patentes que podem vir com a inovação. Porém, existem várias dificuldades e a primeira delas diz respeito ao fato de que o responsável pela inovação está usando os ativos da empresa, humanos e físicos, no processo de inovação. Se ele recebesse todos os benefícios, sem ter que arcar com os custos, surgiria um grave desalinhamento. Ele empreenderia a inovação com o objetivo de melhorar seu capital humano e, provavelmente, poderia haver excessos e tipos errados de inovação. Assim, projetos ruins poderiam ser empreendidos e projetos de custo intensivo seriam favorecidos de forma desproporcional. Outra dificuldade diz respeito ao direito sobre a decisão de dar continuidade aos projetos, visto que as inovações ocorrem em várias etapas. Podem acontecer situações em que o gestor queira dar continuidade ao projeto de inovação, enquanto a empresa não o faria; é provável que, em determinada etapa, o gestor tenha informações particulares sobre a probabilidade de sucesso (Holmstrom, 1989).

De acordo com Tihanyi et al. (2003), os acionistas majoritários, cuja riqueza privada depende, em grande parte, do crescimento a longo prazo das empresas, são mais propensos a apoiar projetos de inovação e oferecer assistência sustentável à empresa, o que beneficia o desempenho da inovação. Por outro lado, Jones e Danbolt (2003) argumentam que os acionistas majoritários podem ser orientados para o curto prazo e expropriar os interesses dos acionistas minoritários, o que piora o desempenho inovador. Choi et al. (2011), por sua vez, explicam que tais resultados são divergentes, uma vez que essas pesquisas ignoraram as características heterogêneas dos acionistas majoritários.

No que diz respeito à governança corporativa e à inovação sob a luz da teoria dos contratos, ao destacar os três elementos envolvidos na inovação – especificidade dos investimentos, incerteza sobre o resultado e impossibilidade de antecipar retornos futuros

–, Belloc (2012) salienta que eles implicam na impossibilidade de redigir contratos completos, que especifiquem as obrigações de cada parte. Assim, os indivíduos que se envolvem em processos de inovação coletiva simplesmente não são capazes de prever todas as contingências. O autor ainda destaca que a contratação de todas as eventualidades concebíveis, em detalhes, teria um alto custo. É por isso que, diante de um contexto de contratação incompleta, a necessidade de investimentos específicos acaba causando o chamado problema de *hold-up*, relacionado à teoria dos contratos. Em virtude de tal problema, aumenta-se a possibilidade de que determinada parte possa ameaçar oportunisticamente retirar recursos do projeto em questão (firmado em contrato), prejudicando a outra parte (Belloc, 2012).

O problema de *hold-up*, segundo Belloc (2012), leva a uma distorção na decisão inicial de investimento. Isso porque uma das partes, ao firmar um contrato de investimento, pode antecipar um determinado comportamento oportunista da contraparte, assim abstendo-se do investimento. Se, por um lado, investimentos de curto prazo geram o risco de um comportamento oportunista de um (ou mais) dos investidores, por outro lado, os retornos de longo prazo são incertos e não podem ser antecipados. A solução para o referido problema seria, então, considerar a empresa como uma estrutura de integração vertical – trata-se de um mecanismo de governança – na qual a propriedade dos ativos envolvidos no processo de produção se concentra nas mãos de apenas uma única parte, removendo incentivos ao oportunismo (Williamson, 1985; Belloc, 2012).

Segundo Belloc (2012), dessa forma, apenas uma parte passa a ter o direito de tomar decisões sobre a utilização dos ativos sob contingências não especificadas em contrato, além do direito de reivindicar os lucros residuais da produção. Assim, as partes restantes perdem a capacidade de fazer ameaças oportunistas. Ainda de acordo com o autor, embora esse mecanismo resolva o problema de *hold up*, acaba afetando negativamente as atividades de inovação, que são processos de investimento coletivo, cujos membros demandam de incentivos para investir. É por isso que um dos problemas cruciais relacionados à produção de inovação de uma empresa é “conceber arranjos institucionais para governar as relações entre aqueles que contribuem com ativos específicos da empresa, na presença de múltiplos investidores, incerteza e interesse próprio” (Belloc, 2012, p. 842, tradução da autora).

A Teoria do *Stewardship*, como fundamento da relação entre a governança corporativa e a inovação, busca enfatizar que uma boa relação social entre acionistas majoritários e gerentes pode melhorar a cooperação entre eles (Bouillon et al., 2006; Breton-Miller & Miller, 2009; Van Slyke, 2007). Por meio do fornecimento de capital, experiência empresarial e outros apoios (Carney & Gedajlovic, 2001), os acionistas majoritários desempenham papel significativo na tomada de decisões e implementação de ações na empresa relacionadas à inovação (Lee & O'Neill, 2003). É por isso que, considerando o alto custo e a complexidade da inovação, especialmente a radical (Cuevas-Rodríguez et al., 2014; Subramaniam & Youndt, 2005), a cooperação de acionistas majoritários pode ajudar a empresa a adquirir os recursos necessários para a inovação.

As características dos acionistas majoritários, tais como suas preferências sobre as decisões de inovação, têm papel importante nas atividades de inovação (Hoskisson et al., 2002; Zhang, Wei et al., 2018). Estudiosos precedentes se debruçaram sobre essa questão (Choi et al., 2011; Munari et al., 2010; Zhang et al., 2018). Embora a literatura tenha enfatizado que as relações sociais são uma unidade fundamental de análise na governança corporativa (Aguilera & Jackson, 2003), poucos estudos relacionaram acionistas majoritários a gestores e consideraram o papel de suas relações sociais na governança corporativa (Westphal & Zajac, 2013; Zhang et al., 2018).

Outros estudiosos criticaram as premissas subsocializadas da teoria da agência (Lubatkin, Lane, Collin & Very, 2007; Zahra, Hayton, Neubaum, Dibrell & Craig, 2008), argumentando que tanto os acionistas majoritários quanto os gerentes se localizam em um contexto socialmente situado no qual o comportamento de ambos é influenciado pelas relações sociais entre eles (Westphal & Zajac, 2013). Dessa forma, segundo Zhang et al. (2018), a Teoria do *Stewardship* tem sido proposta como uma perspectiva teórica apropriada para analisar as relações entre acionistas majoritários e administradores (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997; Sundaramurthy & Lewis, 2003).

Zhang et al. (2018), por exemplo, salientam que a teoria da agência tem sido criticada por sua suposição em considerar os agentes como humanos subsocializados, ou seja, puramente econômicos, com único foco em perseguir objetivos oportunistas e autosserviços (Muth & Donaldson, 1998; Westphal & Zajac, 2013; Zahra et al., 2008). A teoria da agência assume que seu comportamento e seus objetivos são minimamente influenciados pelo contexto social, como as relações sociais (Lubatkin et al., 2007). De maneira complementar, Westphal e Zajac (2013) afirmam que tanto os acionistas quanto os gestores estão inseridos em contextos socialmente situados e que o comportamento de ambos é, sim, influenciado pelas relações sociais entre eles.

Assim, a Teoria do *Stewardship*, por se basear no pressuposto socializado – ou seja, não econômico – da natureza humana, oferece uma perspectiva teórica aplicável a partir da qual se pode explorar os efeitos das relações sociais (Lubatkin et al., 2007). Tosi, Brownlee, Silva e Katz (2003) argumentam que a teoria do *Stewardship* foi influenciada pela Teoria Y (McGregor, 1960), isso porque ela assume que os gerentes são intrinsecamente motivados pela necessidade de realização, reconhecimento, satisfação intrínseca do desempenho bem-sucedido e respeito pela autoridade e ética de trabalho (Muth & Donaldson, 1998).

A relação entre confiança e inovação tem sido desenvolvida por meio de interações baseadas em boas intenções, competência e confiabilidade (Nahapiet & Ghoshal, 1998). Tal relação tem sido vista como um antecedente de cooperação (Lee, Wong & Chong, 2005), bem como uma condição de apoio para que as empresas possam explorar novas opções estratégicas (Zahra et al., 2008). É por isso que a confiança existente entre acionistas majoritários e gestores beneficia a inovação nas empresas.

A teoria do intercâmbio social (Granovetter, 1985) também pressupõe que a confiança entre acionistas e gestores os torna mais dispostos a compartilharem conhecimentos ou recursos oportunos, confiáveis e confidenciais (Bammens & Collewaert, 2012; De Clercq & Sapienza, 2006). Ela é, inclusive, propícia à inovação, que é, inerentemente, incerta e complexa, uma vez que mitiga a assimetria de informação (Lhuillery, 2011). Nesta situação, os acionistas majoritários podem ter uma compreensão mais profunda dos benefícios da inovação e, assim, investir mais fortemente nela (Lee & O'Neill, 2003).

De acordo com Aragon-Correa, Garcia-Morales e Crodon-Pozo (2007), a confiança promove a criatividade, assim como o surgimento de novas ideias e conhecimentos dentro das empresas, como uma espécie de capital social. A confiança entre tais agentes pode reduzir os custos de transação para a busca e identificação de recursos necessários, bem como moldar uma cooperação profunda a longo prazo em busca de inovação (Perez-Luño et al., 2011; Zahra et al., 2008). Em um relacionamento confiável, acionistas majoritários e gestores se sentem seguros em apoiar, aconselhar e aceitar desafios inovadores, aumentando, dessa maneira, a confiança dos gestores, responsáveis por traduzir ideias em inovações de sucesso (Carmona-Lavado, Cuevas-Rodríguez & Cabello-Medina, 2010).

Destaca-se, ainda, que a confiança, baseada na teoria do *Stewardship*, também é responsável por reduzir o tempo e as práticas de monitoramento ou incentivo que consomem recursos, visto que “uma parte” acredita que a “outra parte” não se aproveitará de alguma decisão, recurso ou informação de maneira oportunista (De Clercq & Sapienza, 2006; Van Slyke, 2007). É por isso que, na falta de uma relação baseada na confiança, os acionistas majoritários dedicam muito tempo e recursos para o monitoramento de possíveis atos ilícitos por parte dos gestores, ao invés de usar esses recursos para desenvolver novos produtos ou processos. Assim, a confiança pode economizar tempo e recursos, os quais podem ser utilizados nas práticas de inovações (Landry, Amara & Lamari, 2002).

Contudo, em alguns estudos foi demonstrado que o excesso de confiança pode ser prejudicial para as empresas e seus projetos de inovação (Bammens & Collewaert, 2012; Zhang et al., 2018). Shapiro (2005) destaca que o excesso de confiança pode resultar em camuflagem gerencial, fé cega e enraizamento. De modo semelhante, Wicks et al. (1999) explicam que a confiança excessiva pode produzir resultados indesejáveis, comprometendo o desempenho da empresa, especialmente em ambientes que apresentam uma necessidade contínua de inovação (Bammens & Collewaert, 2012). Isso porque o excesso de confiança distorce as avaliações dos acionistas quanto às capacidades e aos recursos dos gestores, e que pode levar a investimentos excessivos e até desnecessários (Batjargal, 2007; Wicks et al., 1999).

Além disso, segundo De Clercq et al. (2009), um nível alto de confiança também pode dificultar a expressão de opiniões conflitantes sobre decisões estratégicas por medo de ferir os sentimentos dos outros. A confiança excessiva no relacionamento entre gestores e acionistas acaba sufocando pontos de vista conflitantes e restringindo discussões produtivas sobre o desenvolvimento estratégico da empresa (Yli-Renko et al., 2001), o que é prejudicial para a inovação (Cuevas-Rodriguez et al., 2014). Esse excesso de confiança ainda resulta em menos monitoramento (Langfred, 2004; Molina-Morales & Martinez-Fernandez, 2009), uma vez que haverá menos motivação para supervisionar o comportamento dos gestores. Segundo Shapiro (2005), um monitoramento relaxado pode encorajar o comportamento de evasão do gestor, que passa a empreender menos esforços na condução de atividades inovativas. Dessa maneira, Zhang et al. (2018) sugerem que os benefícios e os efeitos indesejáveis associados à confiança implicam que sua relação com a inovação não pode ser linear. Por isso, os autores defendem a ideia de que a confiança entre acionistas majoritários e gestores tem uma associação não linear com a inovação.

A inovação, por sua vez, é um processo dispendioso, que necessita de grandes investimentos para ser iniciado, de tempo para ser concluído e seus resultados são incertos (O’Sullivan, 2000). Por isso, é preciso planejar bem o financiamento para seu investimento, visto que, segundo Arrow (1962), angariar recursos para investir em inovação com alto risco é difícil graças à incerteza dos resultados. Além disso, há ainda o risco de ter a inovação alcançada copiada por outras empresas do mesmo ramo, as quais não teriam tido o curso de investir em pesquisa e desenvolvimento. Por isso, financiar a inovação é um dos maiores desafios das empresas. Para Williamson (1988), a dívida deve financiar ativos redistribuíveis, enquanto ativos não redistribuíveis – chamados de investimentos específicos – são mais bem financiados pelo patrimônio líquido.

O gasto com inovação é uma das principais decisões de investimento tomadas pelos gestores (Barker e Mueller, 2002). As atividades de inovação são incertas e, muitas vezes, exigem um enorme investimento, o qual pode não produzir o resultado desejado – ou seja, novos produtos ou novos processos – ou pode não produzir o resultado desejado até uma determinada data prevista, devido a razões técnicas e econômicas (Lin et al.,

2011). Uma vez que os projetos de inovação são tipicamente arriscados e caros, fornecer aos gestores o incentivo certo para alinhar seus interesses aos objetivos de longo prazo da empresa deve ajudar a encorajá-los a fazer um esforço maior em atividades inovativas. Assim, esquemas bem concebidos de incentivos ao CEO são importantes para aumentar a atividade de inovação, bem como melhorar a competitividade e o desempenho de uma empresa a longo prazo (Lin, Lin, Song & Li, 2011).

6 CONCLUSÃO

Uma vez que a inovação é tida como um dos principais mecanismos para que as empresas mantenham e impulsionem o crescimento de seus negócios, a influência da governança corporativa ainda é divergente na literatura. A relação entre governança corporativa e inovação tem sido discutida com base em diversas teorias, entre elas as escolhidas e delimitadas neste ensaio teórico, quais sejam, teoria da agência, dos contratos e do *Stewardship*. No contexto teórico apresentado, elas permeiam os vários estudos apresentados e discutidos que apontam como as dimensões de governança corporativa podem exercer importante papel nos investimentos em inovação. Entender como se dá o financiamento da inovação também é de fundamental importância.

A teoria moderna de finanças, construída sobre o primeiro teorema de Modigliani-Miller (Modigliani e Miller, 1958), sustenta que, sob certas condições, como mercados de capital perfeitos e eficientes, as decisões de financiamento são irrelevantes para a estratégia da empresa. No entanto, com relação ao investimento em inovação, essa proposta é divergente no que tange a estudos empíricos, conforme aponta Williamson (1988). Para este autor, a dívida e o capital próprio não são apenas instrumentos financeiros alternativos, mas estruturas de governança alternativas. Se, por um lado, a emissão de novos capitais próprios causa uma redução dos incentivos do acionista individual para monitorar, por outro lado, a emissão de dívida induz os acionistas a assumirem grandes riscos *ex post*, pois eles participam dos retornos de projetos bem-sucedidos, enquanto os credores incorrem nos custos em caso de fracasso.

Em vários estudos, conforme abordado neste trabalho, tem sido discutidos os fatores relacionados à inovação, sem, contudo, chegar a um consenso sobre o motivo pelo qual as empresas podem demonstrar desempenhos relacionados à inovação muito diferentes. Neste ensaio teórico buscou-se, dessa forma, fundamentar essa relação com base na literatura existente acerca da relação entre inovação, governança corporativa e estrutura de capital.

Dessa maneira, concluiu-se que, embora a relação entre a governança corporativa e a inovação, bem como seu financiamento, tenha sido discutida na literatura, não há um consenso a respeito. Enquanto alguns autores afirmam que a governança corporativa leva ao aumento dos investimentos em inovação, em virtude do aumento da confiança entre acionistas e gestores, indo ao encontro da teoria do *Stewardship*, outros alegam que um nível maior de governança corporativa pode desmotivar gestores a investirem em inovação, em virtude do monitoramento excessivo devido ao alto risco que a inovação traz consigo, conforme preconiza a teoria da agência. No entanto, elevados níveis de governança corporativa aumentam a transparência e diminuem a assimetria de informação, o que pode facilitar o aumento da dívida para financiar os projetos de inovação.

Com relação às limitações deste estudo, pode-se afirmar que as teorias que fundamentam a governança corporativa e a literatura que a relaciona com a inovação e a estrutura de capital são divergentes entre estudos realizados em diferentes países. Assim,

sugere-se, para novos estudos, abarcar um número maior de trabalhos empíricos relacionados às dimensões estudadas, confrontando-os com aqueles mais antigos.

REFERÊNCIAS

- Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2003). The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants. *Academy of Management Review*, 28(3), 447-465.
- Arrow, K. J. (1974). *The limits of organization*. WW Norton & Company.
- Bammens, Y., & Collewaert, V. (2014). Trust between entrepreneurs and angel investors: Exploring positive and negative implications for venture performance assessments. *Journal of Management*, 40(7), 1980-2008.
- Barker III, V. L., & Mueller, G. C. (2002). CEO characteristics and firm R&D spending. *Management Science*, 48(6), 782-801.
- Batjargal, B. (2007). Network triads: Transitivity, referral and venture capital decisions in China and Russia. *Journal of International Business Studies* 38 (6): 998–12.
- Baysinger, B., & Hoskisson, R. E. (1990). The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy. *The Academy of Management Review*, 15(1), 72–87.
- Beatty, R. P., & Zajac, E. J. (1994). Managerial incentives, monitoring, and risk bearing: A study of executive compensation, ownership, and board structure in initial public offerings. *Administrative Science Quarterly*, 313-335.
- Belloc, F. (2012). Corporate governance and innovation: A survey. *Journal of Economic Surveys* 26 (5): 835–64.
- Benner, M.J. (2010). Securities analysts and incumbent response to radical technological change: evidence from digital photography and internet telephony. *Organ. Sci.* 21 (1), 42–62.
- Bloom, N. & Van Reenen, J., (2002). Patents, real options, and firm performance. *Econ. J.* 112, C97–C116.
- Bouillon, M. L., Ferrier, G. D., Stuebs Jr, M. T., & West, T. D. (2006). The economic benefit of goal congruence and implications for management control systems. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(3), 265-298.
- Carmona-Lavado, A., Cuevas-Rodríguez, G., & Cabello-Medina, C. (2010). Social and organizational capital: Building the context for innovation. *Industrial marketing management*, 39(4), 681-690.
- Carney, M., & Gedajlovic, E. (2001). Corporate governance and firm capabilities: A comparison of managerial, alliance, and personal capitalisms. *Asia Pacific Journal of Management*, 18, 335-354.
- Choi, S. B., Lee, S. H., & Williams, C. (2011). Ownership and firm innovation in a transition economy: Evidence from China. *Research Policy*, 40(3), 441-452.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2006). Managerial incentives and risk-taking. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 431-468.
- Cuevas-Rodríguez, G., Cabello-Medina, C., & Carmona-Lavado, A. (2014). Internal and external social capital for radical product innovation: do they always work well together?. *British Journal of Management*, 25(2), 266-284.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Davis, Schoorman, and Donaldson reply: The distinctiveness of agency theory and stewardship theory. *Academy of Management. the Academy of Management Review*, 22(3), 611.

- De Clercq, D. & H. J. Sapienza. (2006). Effects of relational capital and commitment on venture capitalists' perception of portfolio company performance. *Journal of Business Venturing* 21 (3): 326–47.
- De Clercq, D., Thongpapanl, N., & Dimov, D. (2009). When good conflict gets better and bad conflict becomes worse: The role of social capital in the conflict–innovation relationship. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 37, 283-297.
- Granovetter, M. 1985. Economic action and social structure: The problem of embeddedness. *American Journal of Sociology* 91 (3): 481– 510.
- Hall, B.H., Jaffe, A. & Trajtenberg, M., 2005. Market value and patent citations. *Rand J. Econ.* 36, 16–38.
- Harris, M., & Raviv, A. (1979). Optimal incentive contracts with imperfect information. *Journal of economic theory*, 20(2), 231-259.
- Hasan, I., Hoi, C.K., Wu, Q., & Zhang, Hao., 2020. Is social capital associated with corporate innovation? Evidence from publicly listed firms in the U.S. *J. Corp. Financ.*, Forthcoming.
- Holmstrom, B. (1989). Agency costs and innovation. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 12(3), 305-327.
- Honoré, F., Munari, F., & de La Potterie, B. V. P. (2015). Corporate governance practices and companies' R&D intensity: Evidence from European countries. *Research policy*, 44(2), 533-543.
- Hoskisson, R. E., Hitt, M. A., Johnson, R. A., & Grossman, W. (2002). Conflicting voices: The effects of institutional ownership heterogeneity and internal governance on corporate innovation strategies. *Academy of Management journal*, 45(4), 697-716.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jones, E., & Danbolt, J. (2003). R&D project announcements and the impact of ownership structure. *Applied Economics Letters*, 10(14), 933-936.
- Langfred, C. W. (2004). Too much of a good thing? Negative effects of high trust and individual autonomy in self-managing teams. *Academy of Management Journal* 47 (3): 385–99.
- Landry, R., Amara, N., & Lamari, M. (2002). Does social capital determine innovation? To what extent?. *Technological forecasting and social change*, 69(7), 681-701.
- Lazonick, W. (2007) The US stock market and the governance of innovative enterprise. *Industrial and Corporate Change* 16(6): 983–1035.
- Lee, P. M., & O'Neill, H. M. (2003). Ownership structures and R&D investments of U.S. and Japanese firms: Agency and stewardship perspectives. *The Academy of Management Journal*, 46(2), 212–225.
- Lee, S. H., Wong, P. K., & Chong, C. L. (2005). Human and social capital explanations for R&D outcomes. *IEEE Transactions on Engineering Management*, 52(1), 59-68.
- Lhuillery, S. (2011). The impact of corporate governance practices on R&D efforts: A look at shareholders' rights, cross-listing, and control pyramid. *Industrial and Corporate Change* 20 (5): 1475–13.
- Lin, C., Lin, P., Song, F. M., & Li, C. (2011). Managerial incentives, CEO characteristics and corporate innovation in China's private sector. *Journal of Comparative Economics*, 39(2), 176-190.

- Lubatkin, M., Lane, P. J., Collin, S., & Very, P. (2007). An embeddedness framing of governance and opportunism: towards a cross-nationally accommodating theory of agency. *Journal of Organizational Behavior*, 28(1), 43-58.
- McGregor, D. (1960). Theory X and theory Y. *Organization theory*, 358(374), 5.
- Modigliani, F.; Miller, M.H. (1958) The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment. *American Economic Review* 48: 261–297.
- Molina-Morales, F. X., & Martínez-Fernández, M. T. (2009). Too much love in the neighborhood can hurt: How an excess of intensity and trust in relationships may produce negative effects on firms. *Strategic management journal*, 30(9), 1013-1023.
- Munari, F., Oriani, R., & Sobrero, M. (2010). The effects of owner identity and external governance systems on R&D investments: A study of Western European firms. *Research Policy*, 39(8), 1093-1104.
- Muth, M. M., & Donaldson, L. (1998). Stewardship theory and board structure: A contingency approach. *Corporate Governance: An International Review*, 6(1), 5–28.
- Nahapiet, J., & Ghoshal, S. (1998). Social capital, intellectual capital, and the organizational advantage. *Academy of management review*, 23(2), 242-266.
- O'Connor, M., & Rafferty, M. (2012). Corporate governance and innovation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(2), 397–413.
- Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico – OCDE. Os princípios da OCDE sobre o governo das sociedades (2004). Disponível em: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>.
- O'Sullivan, M. (2000) The innovative enterprise and corporate governance. *Cambridge Journal of Economics* 24: 393–416.
- Rodrigues, R., Samagaio, A., & Felício, T. (2020). Corporate governance and R&D investment by European listed companies. *Journal of Business Research*, 115, 289-295.
- Sah, R., & Stiglitz, J. E. (1986). The Invariance of R&D to the Number of Firms in the Industry.
- Shaikh, I. A., & O'Connor, G. C. (2020). Understanding the motivations of technology managers in radical innovation decisions in the mature R&D firm context: An Agency theory perspective. *Journal of Engineering and Technology Management*, 55, 101553.
- Shapiro, S. P. (2005). Agency theory. *Annu. Rev. Sociol.*, 31, 263-284.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783.
- Solow, R.M., (1957). Technical change and the aggregate production function. *Rev. Econ. Stat.* 39, 312–320.
- Sundaramurthy, C., & Lewis, M. (2003). Control and collaboration: Paradoxes of governance. *Academy of management review*, 28(3), 397-415.
- Tihanyi, L., Johnson, R. A., Hoskisson, R. E., & Hitt, M. A. (2003). Institutional ownership differences and international diversification: The effects of boards of directors and technological opportunity. *Academy of Management journal*, 46(2), 195-211.
- Tosi, H. L., Brownlee, A. L., Silva, P., & Katz, J. P. (2003). An empirical exploration of decision-making under agency controls and stewardship structure. *Journal of Management Studies*, 40(8), 2053-2071.

- Van Slyke, D. M. (2007). Agents or stewards: Using theory to understand the government-nonprofit social service contracting relationship. *Journal of Public Administration Research and Theory* 17 (2): 157– 87.
- Wen, J., & Zheng, L., (2020). Geographic technological diversification and firm innovativeness. *J. Financ. Stab.*, 48.24.
- Westphal, J. D., & Zajac, E. J. (2013). A behavioral theory of corporate governance: Explicating the mechanisms of socially situated and socially constituted agency. *Academy of Management Annals*, 7(1), 607-661.
- Wicks, A. C., Berman, S. L., & Jones, T. M. (1999). The structure of optimal trust: Moral and strategic implications. *Academy of Management review*, 24(1), 99-116.
- Williamson, O.E. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracts*. New York: Free Press.
- Williamson, O.E. (1988). Corporate finance and corporate governance. *Journal of Finance* 43(3): 567–591.
- Yli-Renko, H., Autio, E., & Sapienza, H. J. (2001). Social capital, knowledge acquisition, and knowledge exploitation in young technology-based firms. *Strategic management journal*, 22(6-7), 587-613.
- Zahra, S. A., Hayton, J. C., Neubaum, D. O., Dibrell, C., & Craig, J. (2008). Culture of family commitment and strategic flexibility: The moderating effect of stewardship. *Entrepreneurship theory and practice*, 32(6), 1035-1054.
- Zhang, F., Wei, L., Yang, J., & Zhu, L. (2018). Roles of relationships between large shareholders and managers in radical innovation: A stewardship theory perspective. *Journal of Product Innovation Management*, 35(1), 88-105.