



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS  
Instituto de Economia

**GOVERNANÇA CORPORATIVA NUMA PERSPECTIVA  
HISTÓRICA: DA FIRMA GERENCIAL ÀS  
CORPORAÇÕES FINANCEIRAS**

**Tatiana Conceição de Miranda**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Instituto de Economia da UNICAMP para obtenção do título de Mestre em Ciências Econômicas, sob a orientação do Prof. Dr. Paulo Sergio Fracalanza.

*Este exemplar corresponde ao original da dissertação defendido por Tatiana Conceição de Miranda em 26/02/2010 e orientada pelo Prof. Dr. Paulo Sergio Fracalanza.*

CPG, 26/02/2010  
Handwritten signature of Paulo Sergio Fracalanza in black ink, written over a horizontal line.

Campinas, 2010

**Ficha catalográfica elaborada pela biblioteca  
do Instituto de Economia/UNICAMP**

M672g	Miranda, Tatiana Conceição de. Governança corporativa numa perspectiva histórica: da firma gerencial às corporações financeiras/ Tatiana Conceição de Miranda. – Campinas, SP: [s.n.], 2010.
	Orientador : Paulo Sergio Fracalanza. Dissertação (mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.
	1. Governança corporativa. 2. Desenvolvimento organizacional. I. Fracalanza, Paulo Sergio. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título
	10-012-BIE

**Título em Inglês:** Corporate governance in a historical perspective: from gerencial firms to financial corporations

**Keywords:** Corporate governance ; Organization development ; Regulation theory

**Area de Concentração :** -----

**Titulação:** Mestre em Ciências Econômicas

**Banca examinadora:** Prof. Dr. Paulo Sergio Fracalanza

Prof. Dr. Célio Hiratuka

Prof. Dr. Lício da Costa Raimundo

**Data da defesa:** 26-02-2010

**Programa de Pós-Graduação:** Ciências Econômicas

Dissertação de Mestrado

Aluna: TATIANA CONCEIÇÃO DE MIRANDA

**“Governança corporativa numa perspectiva histórica:  
Da firma gerencial às corporações financeiras”**

Defendida em 26 / 02 / 2010

### COMISSÃO JULGADORA



**Prof. Dr. PAULO SÉRGIO FRACALANZA**  
Orientador – IE / UNICAMP



**Prof. Dr. CÉLIO HIRATUKA**  
IE / UNICAMP



**Prof. Dr. LÍCIO DA COSTA RAIMUNDO**  
FACAMP

*Dedico este trabalho à memória de meu avô, José Ribamar, que deixou uma imensa saudade desde sua partida. Mais que um avô, ele foi um pai, professor, amigo, e, acima de tudo, um eterno incentivador de meus estudos.*

*Meus sinceros agradecimentos aos meus pais Marcio e Maria José, que em todos os momentos têm me dado carinho, conforto e ajuda de que preciso. A minha irmã, Iara, e ao meu namorado, Max, por terem estado sempre meu lado, ainda que longe fisicamente.*

## **AGRADECIMENTOS**

A Deus, por me dar a dádiva da vida e a oportunidade de fazer o Mestrado.

Ao CNPq pelo suporte financeiro.

Ao meu orientador Prof. Paulo Sérgio Fracalanza pelo inestimável suporte para oferecer uma orientação precisa, pelas conversas proveitosas e por sempre ter se mostrado disposto a me ajudar no que precisei.

Aos professores Lício da Costa Raimundo e Célio Hiratuka pelos valiosos comentários feitos na ocasião da minha qualificação.

Aos demais professores e funcionários do IE/UNICAMP, pelo aprendizado e auxílio, que de alguma forma contribuíram para a conclusão do presente trabalho.

## RESUMO

MIRANDA, Tatiana Conceição de. **Governança corporativa numa perspectiva histórica**: da firma gerencial às corporações financeiras. Campinas, 2010. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2010.

O presente trabalho visa apresentar numa perspectiva histórica as principais transformações ocorridas no plano da governança corporativa americana desde o princípio do século XX até os dias de hoje. Cabe mencionar que além dos recursos históricos, a dissertação traz importantes elementos teóricos que contribuem para o melhor entendimento do tema em questão, como é o caso do tratamento que a Teoria da Regulação Francesa dá às transformações ocorridas no capitalismo no curso do século XX e aos fundamentos teóricos oferecidos pela abordagem da Teoria da Agência.

Identificam-se dois modelos de gestão empresarial neste período: um que foi típico do capitalismo gerencial até a década de 1970 e um outro que prevalece desde então até os dias de hoje, caracterizado pela centralidade das finanças. No primeiro modelo de governança, as decisões gerenciais voltadas ao crescimento de longo prazo e ao desenvolvimento de inovações assumiam grande importância, ao passo que no segundo, são os desígnios dos acionistas motivados pelo objetivo da maximização do capital aplicado nas firmas que ocupam uma posição primordial.

**Palavras-chave:** governança corporativa; modernos empreendimentos industriais; maximização do valor do acionista; Teoria da Inovação; Teoria da Regulação.

## ABSTRACT

MIRANDA, Tatiana Conceição de. **Corporate Governance in a historical perspective: from gerencial firms to financial corporations.** Campinas, 2010. Dissertation (MSc. in Economy) – Economy Institute, Estadual University of Campinas, Campinas, 2010.

The present work aims to present in a historical perspective the main transformations occurred on American corporate governance from the beginning of the century XX until nowadays. In order to accomplish this task, besides the use of historical sources, the dissertation brings important theoretical elements to the best understanding of the issue. In this regard, it is useful to mention the use of Régulation Theory that helps to understand the changes in capitalism during the twentieth century and theoretical foundations offered by Agency Theory's approach.

Two models of business administration are identified in this period: one that was typical of the managerial capitalism until the decade of 1970 and another that prevails until present time, characterized by the centrality of financial decisions. In the first corporate governance model, the managerial decisions aiming growth in the long run were assumed to depend extensively on innovations in a Schumpeterian perspective, while in the second, the primary motivation of shareholders tends to move to maximizing the applied capital in the short run.

**Keywords:** corporate governance; modern business enterprise; maximizing shareholder value; Innovation Theory; Régulation Theory.

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	1
<b>CAPÍTULO 1 – Evolução histórica do problema de governança: da gênese ao declínio das corporações industriais</b> .....	5
Introdução.....	5
1.1 A gênese e o desenvolvimento das modernas corporações industriais.....	6
1.1.1 A separação da propriedade e do controle da firma.....	19
1.2 O declínio do capitalismo gerencial e suas implicações para a governança das corporações americanas.....	25
1.2.1 As transformações no ambiente macroeconômico.....	26
1.3 A leitura regulacionista da crise da “Era de Ouro”.....	35
1.3.1 Definições.....	36
1.3.2 Características do regime de acumulação atual.....	40
Conclusão .....	47
<b>CAPÍTULO 2 – As corporações na lógica do <i>shareholder value</i></b> .....	49
Introdução.....	49
2.1 A relação agente-principal e os custos de agência.....	52
2.1.1 Hipóteses comportamentais.....	55
2.1.2 A firma como um Nexo de Contratos.....	57
2.2 O paradigma da maximização do valor do acionista.....	59

2.2.1 Definição da ideologia do acionista.....	60
2.2.2 O princípio do fluxo de caixa livre.....	62
2.2.3 Reestruturação Corporativa.....	63
2.2.3.1 Aquisições .....	64
2.2.3.2 Mecanismos de desestímulo à não-cooperação e de incentivo à cooperação.....	68
2.2.3.3 <i>Downsizing</i> e distribuir.....	71
2.2.4 O papel dos investidores institucionais e a relação das tecnologias de informação e comunicação na disseminação da nova arquitetura corporativa.....	74
Conclusão.....	79
<b>CAPÍTULO 3 – As deficiências práticas e teóricas da lógica da maximização do valor do acionista.....</b>	<b>81</b>
Introdução.....	81
3.1 Os custos da lógica da maximização do acionista.....	82
3.2 A abordagem dos contratos incompletos.....	88
3.2.1 A importância do capital humano.....	88
3.2.2 A teoria da produção em equipe.....	94
3.2.2.1 O questionamento da análise econômica convencional da firma.....	94
3.3 A ausência de tratamento da inovação.....	99
3.3.1 A teoria da firma inovadora.....	103
Conclusão.....	111

<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>113</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>119</b>

## **ÍNDICE DE FIGURAS**

<b>FIGURA 1 - O crescimento virtuoso fordista e suas três condições institucionais.....</b>	<b>41</b>
<b>FIGURA 2 - Os mecanismos de crescimento liderado pela finança e suas condições institucionais.....</b>	<b>46</b>

## INTRODUÇÃO

Desde a publicação de *A moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada* de Adolf Berle e Gardiner Means em 1932 foi introduzido o conceito de separação entre propriedade e controle nas corporações. A partir de então, notou-se que os tomadores de decisões corporativas nem sempre eram os seus proprietários. Com o aumento na complexidade da organização das firmas, apareceram inúmeros problemas decorrentes deste divórcio entre o controle e a propriedade. Daí surgiu o que os teóricos das firmas denominam de problema de agência ou problema agente-principal, no qual o principal é o acionista (proprietário) e o agente (gerente) é quem é o tomador de decisões, o que implica a necessidade de estabelecer mecanismos de controle.

Hoje em dia o problema de agência tem sido chamado de problema da governança corporativa e surge quando um acionista deseja exercer controle e suas preferências divergem da dos gerentes: a dispersão da propriedade acionária acaba gerando conflitos de interesse entre os acionistas e os gerentes executivos. Cabe acrescentar que a governança corporativa se refere à gestão de uma empresa, tratando das relações com os acionistas e com as demais partes interessadas no desempenho corporativo que apesar de não serem acionistas, são afetadas pelas ações e estratégias das firmas. As discussões acerca do tema e da evolução de práticas de governança corporativa têm assumido grande importância, sobretudo durante a última década nos Estados Unidos. A notoriedade alcançada por este tema deve-se em grande medida aos escândalos corporativos ocorridos no princípio dos anos 2000, que envolveram diversas corporações não apenas, mas principalmente, norte-americanas (como os casos mais famosos da Enron, Worldcom e Tyco).

Todavia, vale notar que há outros fatores e eventos relevantes que respondem pela crescente relevância observada pela temática da gestão das empresas. Um deles tem a ver com a emergência dos grandes investidores institucionais, que se tornaram um grupo forte e coeso, com poder suficiente para se mobilizar contra algumas corporações cuja administração não favoreça os acionistas. Com a participação dos investidores institucionais no controle das empresas, o problema da governança corporativa se tornou algo ainda mais intrincado, pois, por um lado, havia o problema de gestão corporativa dos

investidores institucionais e, por outro, existia a controvérsia em torno do controle das corporações das quais estes investidores institucionais detinham participações.

Além dos fatores supramencionados, a onda de conglomeração, representada pelas fusões e aquisições que marcaram os anos 80 e 90, resultou em empresas cada vez maiores, com uma estrutura corporativa altamente complexa e, portanto, com sérios problemas de controle. Cumpre considerar ainda, que a existência de um processo de desregulamentação e integração dos mercados mundiais, marcado pela liberalização financeira e privatizações, fez com que as corporações se tornassem mais independentes e se submetessem a um ambiente institucional regulador difuso, operado pelo Estado.

Diante deste contexto os teóricos da agência passaram a propagar a lógica da maximização do valor do acionista, apoiada na idéia de que o pleno funcionamento dos mercados de capitais forneceria o melhor meio de se alcançar uma alocação de recursos mais eficiente e, portanto, seria central para o desenvolvimento econômico. De acordo com as referida lógica a boa governança das empresas era sinônimo de uma administração voltada para atender os interesses dos acionistas. Assim, foram criados inúmeros incentivos contratuais na tentativa de alinhar os interesses dos gerentes aos dos acionistas, a exemplo das *stock options*<sup>1</sup>. No entanto, esta doutrina corporativa é alvo de diversas críticas. Há autores que se dedicam a apreciar a falta de fundamentos para sustentar uma teoria da firma inovadora, ao passo que outros concentram seus julgamentos em questionar os motivos que levam a eleger os acionistas como a parte a ser favorecida pela governança das empresas.

Tendo como base a literatura especializada produzida pelos defensores, bem como pelos detratores das práticas de governança corporativa baseadas na primazia dos interesses dos acionistas nos desígnios corporativos, a presente pesquisa objetiva avaliar, numa perspectiva histórica, algumas das mudanças observadas ao longo do século XX no plano da governança corporativa, sobretudo nos Estados Unidos, principalmente no plano das relações de poder entre os diversos *stakeholders* e das formas de mediação dos conflitos resultantes da separação da propriedade e do controle corporativos. Também se pretende

---

<sup>1</sup> Veremos com mais detalhes no capítulo 2 que as *stock options* consistem num mecanismo de incentivo à cooperação de interesses entre o agente e o principal que, em linhas gerais, associam parte da remuneração do agente ao desempenho econômico da empresa.

apresentar os principais fundamentos teóricos que dão suporte à doutrina da maximização do valor do acionista e, finalmente, apontar algumas das críticas recebidas pela lógica orientada aos acionistas com indicações de outros padrões de governança corporativos que divergem do padrão norte-americano.

O estudo está estruturado da seguinte forma. O primeiro capítulo é dedicado à discussão do capitalismo gerencial, que predominou desde o princípio do século XX até meados da década de 60. Neste período as corporações americanas viveram sob o divórcio entre a propriedade e o controle. Em vista disso, neste capítulo veremos não apenas os aspectos históricos, mas também o ponto de vista teórico de autores como Adolf Berle e Gardiner Means, cujo livro de 1932 fornece uma contribuição indispensável, em termos jurídicos e econômicos, ao estudo da separação da propriedade e do controle nas empresas. Outro teórico importante muito utilizado neste capítulo é Alfred Chandler, com sua leitura da história do empreendimento industrial pautada por importantes passagens de teoria econômica.

O foco do segundo capítulo reside no estudo das transformações que deram início a uma nova fase do capitalismo, o capitalismo financeiro, caracterizado por uma ideologia voltada para a maximização do valor dos acionistas que por sua vez, é sustentada em termos teóricos pela Teoria da Agência. Sendo assim, o capítulo se inicia com um tratamento dos principais conceitos e características do regime de acumulação liderado pelas finanças. Na sequência, a teoria da agência será detalhadamente reconstruída, com destaque aos principais conceitos que dão suporte à doutrina do valor do acionista. Neste capítulo será iniciada a discussão da lógica do *shareholder value* apresentando o tratamento que o programa de pesquisa regulacionista dá ao regime de acumulação liderado pelas finanças. Veremos seus principais conceitos e como a arquitetura institucional determina a estabilidade e a crise de um regime de acumulação.

No terceiro capítulo, mostraremos as principais críticas que recaem sobre a doutrina do valor do acionista. Enquanto os proponentes do princípio do valor do acionista celebram os êxitos alcançados pela adoção da referida lógica no que tange o desempenho observado no mercado acionário, conjuntamente à prosperidade verificada na economia americana nos

anos 1990 *vis-à-vis* o baixo crescimento observado nas economias japonesa e européia, há autores que apontam que seja no plano teórico ou no prático, os argumentos que sustentam a maximização do valor do acionista desconsideram os problemas apresentados pelo desempenho econômico dos Estados Unidos na era do “*downsizing* e distribuir”. Para alguns críticos, a Teoria da Agência oferece um argumento problemático a respeito do *status* de *residual claimants*<sup>2</sup> concedido aos acionistas e este seria o ponto de partida para novas linhas de pesquisa que se ocupam com a questão da incompletude dos contratos. Outros, como William Lazonick e Mary O’Sullivan, evidenciam que a filiação neoclássica da Teoria da Agência explica a carência de uma teoria da firma inovadora na ideologia do valor do acionista que, portanto, não dispõe dos elementos necessários para compreender o processo de desenvolvimento econômico.

Por fim, a dissertação se encerra com uma conclusão na qual será feita uma retomada dos principais aspectos tratados no decorrer da dissertação. Além disso, pretende-se apontar a direção para possíveis trabalhos futuros.

---

<sup>2</sup> Dentro do arcabouço teórico proposto pela Teoria da Agência, os *residual claimants* (ou requerentes residuais) constituem o grupo de indivíduos cuja remuneração não é pré-definida contratualmente. Este conceito ficará mais claro logo adiante quando estudaremos a concepção de firma proposta pela referida abordagem teórica.

## **CAPÍTULO 1 – Evolução histórica do problema de governança: da gênese ao declínio das corporações industriais**

*“...a concentração de poder econômico, separada da propriedade, criou impérios econômicos e colocou esses impérios nas mãos de uma nova forma de absolutismo, relegando os ‘proprietários’ à posição daqueles que fornecem os meios através dos quais os novos príncipes podem exercer seu poder”  
(BERLE E MEANS, 1932, p. 126).*

### **Introdução**

Desde o princípio do século XX até meados de 1960, assistiu-se a uma mudança considerável no perfil das firmas. As grandes sociedades anônimas, ou nos termos de Chandler (1977, 1990), as modernas empresas de negócios, passaram a ser as protagonistas desta nova página da história do empreendimento industrial.

Neste período de domínio do capitalismo industrial, prevaleceu o que os teóricos da Escola da Regulação Francesa denominaram de regime de regulação fordista. Este era caracterizado por um encadeamento virtuoso, no qual o capital se direcionava fundamentalmente para a realização de investimentos produtivos. Tais investimentos objetivavam a ampliação da capacidade produtiva e o aproveitamento das economias de escala e escopo seja através da intensificação da utilização da propaganda e do desenvolvimento dos canais de distribuição, seja por intermédio da criação de departamentos de pesquisa e desenvolvimento (P&D) voltados ao aprimoramento de processos e produtos, com vistas ao avanço da fronteira tecnológica. A partir disso, obtinham-se enormes ganhos de produtividade, que possibilitavam a manutenção de acordos *ex-ante* de repartição dos ganhos auferidos o que, por sua vez, permitia aumentar os salários reais dos trabalhadores e, por conseqüência, a massa salarial que sancionava a demanda corrente pelos bens de consumo duráveis produzidos. Ademais, a concatenação desses fatores, ao reduzir a incerteza presente nas decisões de investimento, acabava encorajando a realização de tais gastos produtivos.

Dentre os inúmeros aspectos promissores apresentados pelo regime de acumulação fordista, o presente capítulo se reserva a fazer uma análise da gênese e do declínio da forma de organização industrial que predominou enquanto o fordismo exibia seus êxitos. Durante

este período, as firmas assumiram grande importância e extensão, especialmente nos Estados Unidos, graças à separação da propriedade e do controle das empresas. Este foi um elemento determinante sobretudo porque viabilizou novas oportunidades de financiamento. O livro *A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada*, de Berle e Means (1932), é uma referência clássica no estudo dos aspectos que envolvem a separação entre a propriedade e o controle da firma. Cumpre observar que esta dissociação decorre fundamentalmente da passagem da propriedade privada individual e com controle unificado para as sociedades anônimas que consistiam em grandes corporações nas quais a propriedade do capital se encontrava separada do controle das decisões da empresa.

No entanto, o círculo virtuoso fordista foi interrompido em meados da década de 70. Após a crise, surgiu um novo padrão capitalista definido pelos regulacionistas como regime de acumulação liderado pelas finanças cujo foco analítico é notadamente distinto do regime que o antecedeu. Esse novo padrão capitalista se manifesta nas corporações sob a forma de uma lógica voltada para a maximização do valor dos acionistas que por sua vez, é sustentada em termos teóricos pela Teoria da Agência. A este respeito, a ideologia do valor do acionista desempenhou e continua desempenhando um papel fundamental.

Assim sendo, o presente capítulo visa recuperar com uma exposição histórica, a gênese do regime de acumulação fordista seguido das corporações industriais. Só então, trataremos especificamente de uma questão central que é a separação entre a propriedade e o controle das firmas, tendo como base a obra de Berle e Means (1932). Na sequência, será feita uma análise expositiva a respeito do declínio do padrão gerencial do capitalismo, com destaque aos aspectos de Economia Política por trás do questionamento da hegemonia americana. Por fim, mostraremos a leitura da Escola da Regulação que, em nosso entender, traz contribuições importantes para a compreensão dos fenômenos de permanência e mudança no capitalismo.

### **1.1 A gênese e o desenvolvimento das modernas corporações industriais**

De acordo com Chandler (1990) e Lazonick (1992a, b) as grandes empresas modernas surgiram na segunda metade do século XIX como uma resposta institucional ao rápido desenvolvimento da inovação tecnológica e da experiência norte-americana com a

demanda crescente de consumo. No estudo da história do empreendimento industrial estadunidense, diversos fatores aparecem como favorecedores do surgimento da grande empresa. Dentre os mais ventilados, merecem destaque: i) a construção de ferrovias; ii) o desenvolvimento do motor a explosão, do telégrafo e da eletricidade; iii) a expansão demográfica para o oeste; iv) a consolidação de um mercado nacional em grande parte urbano; e v) a separação da propriedade e do controle das firmas, que tornou possível o surgimento de novas formas de financiamento dos investimentos produtivos industriais.

Até meados do século XIX a maior parte das firmas norte-americanas concentrava suas atividades no beneficiamento de produtos agrícolas e no suprimento de alimentos e roupas aos agricultores<sup>3</sup>. Isso explica como naquele contexto, o capitalismo proprietário se mostrou inadequado para lidar com as complexidades tecnológicas e com os elevados custos fixos na nova era industrial.

Com efeito, no capitalismo proprietário típico da Primeira Revolução Industrial, as atividades empresariais tradicionais ficavam a cargo da direção pessoal do gerente-proprietário, coordenadas e monitoradas pelos mecanismos de preços e do mercado. De acordo com Chandler (1962), na firma-propriedade, os executivos responsáveis pelo planejamento, pela coordenação e avaliação se tornaram cada vez mais confinados a atividades operacionais. Eles não tinham tempo, nem informação e nem mesmo a inclinação necessária para se envolver com a tomada de decisões estratégicas e empresariais<sup>4</sup>. A falta de tempo, informação e de compromisso não era necessariamente um obstáculo, sempre que as atividades básicas da companhia permanecessem estáveis, isto é, quando suas fontes de matérias primas, seus fornecedores, sua tecnologia, seus mercados e a natureza da sua linha de produção se conservassem sem grandes alterações.

---

<sup>3</sup> A exceção fica com as firmas industriais que eram responsáveis pelo abastecimento (matérias primas e equipamentos) da rede ferroviária que estava se ampliando em larga escala.

<sup>4</sup> É válido mencionar que Tigre (2005) tem uma visão muito próxima da análise chandleriana acerca da firma proprietária inglesa típica do século XIX. Assim como Chandler (1962), Tigre (2005) ressalta que “os empresários se ocupavam mais com operações de compra e venda de insumos e produtos do que com questões organizacionais internas” e, mais, as limitações de recursos do capitalismo proprietário, impediam a ampliação dos mecanismos de controle e, por isso, “os empresários tendiam a se restringir à operação de uma única planta” (p.196).

Contudo com o desenvolvimento do capitalismo industrial e com a conseqüente expansão das atividades produtivas em direção a novas funções, em novas áreas geográficas e em novas linhas de produtos, as decisões administrativas tornaram-se crescentemente mais complexas, exigindo-se mais dos executivos dos escritórios centrais que, além de ficarem sobrecarregados, tiveram uma perda de eficiência em seu desempenho administrativo. Era inevitável que o planejamento e avaliação de longo prazo fossem preteridos em relação aos detalhes das atividades departamentais sob responsabilidade dos gerentes. É por isso que Chandler afirma que os gerentes deste padrão eram especialistas, ao invés de generalistas. Já no final do século XIX, este padrão capitalista então vigente apresentou sinais de esgotamento e, então, deu lugar ao capitalismo gerencial como a forma dominante de desenvolvimento econômico.

Tendo em vista as limitações do capitalismo proprietário, no final do século XIX a economia mundial, e a americana em particular, conheceram uma revolução gerencial. Esta se verificou quando todas as economias nacionais que assumiram a liderança econômica global experimentaram profundas transformações na organização social de seus negócios que incluíram estruturas organizacionais e recursos financeiros em escala bem superior àqueles que serviram como fundamento para a liderança econômica da Inglaterra durante a Primeira Revolução Industrial. Assim, adveio um formato de organização industrial marcado pela centralização, departamentalização e integração vertical, que alterou profundamente a tomada de decisões empresariais.

Deste modo, em meados do século XIX o desenvolvimento de uma rede de comunicação nacional baseada nas ferrovias e no telégrafo foi um fator crítico para promover as novas oportunidades para as firmas inovadoras nos Estados Unidos. De acordo com Lazonick (1992b) “no princípio, estes desenvolvimentos funcionaram como economias externas<sup>5</sup>, facilitando o crescimento da estrutura industrial fragmentada” (p.131)

---

<sup>5</sup> O conceito de economias externas tem origem nos *Princípios de Economia* de Alfred Marshall. Segundo este autor, as economias externas referem-se às economias resultantes de um aumento da escala produtiva que dependem do desenvolvimento geral da indústria. Em geral, as economias externas têm origem pela localização da indústria, ou seja, “na concentração de pequenas empresas similares em determinadas localidades” (MARSHALL, 1996, p.316), de modo que a concentração das empresas em um determinado local torna possível a realização de aperfeiçoamentos e avanços gradativos na divisão do trabalho, nos processos operacionais ou também, nas práticas da administração empresarial. Assim, para Marshall, as

tanto por permitir que as firmas tivessem um acesso mais fácil às matérias primas e aos mercados de produtos, quanto por melhorar a comunicação entre a população do país - o que aumentou em muito a oferta de trabalho com a disponibilidade de várias aptidões para as firmas capitalistas, ao mesmo tempo em que promoveu um rápido crescimento da demanda agregada. Nesta linha Chandler (1962) nota que:

Como os primeiros empreendimentos privados dos Estados Unidos com as modernas estruturas administrativas, as ferrovias permitiram que as empresas industriais americanas crescessem em tamanho e complexidade. Mais do que isso, a construção das ferrovias, mais do que qualquer outro fator, tornou possível o crescimento da grande empresa industrial. Ao aumentar rapidamente o mercado para as manufaturas americanas, as ferrovias permitiram e, invariavelmente requeriam que esses empreendimentos se expandissem e subdividissem suas atividades. Tal divisão ou especialização era necessária para uma concentração de esforços de coordenação, avaliação e planejamento de trabalho das unidades especializadas. A expansão dos mercados também encorajou o uso de máquinas mais complexas em estabelecimentos manufatureiros. Esses maquinários novos e cada vez mais complicados estimulavam melhorias adicionais nos produtos e, então, pressionava a expansão e o crescimento continuado (p.23).

A emergência de um mercado transcontinental ligado por um sistema de comunicação criou inúmeras oportunidades de negócios para as empresas que planejaram e coordenaram o processo de produção e de distribuição. Para levar a cabo este planejamento e coordenação, os empresários montaram equipes de gerentes capacitados e comprometidos a investir estrategicamente em processos coletivos de aprendizado gerencial (CHANDLER, 1977).

Com a consolidação das empresas gerenciais, os investimentos na produção e distribuição necessários para se explorar plenamente as economias de escala e escopo superaram àqueles realizados pelas famílias e indivíduos nas firmas tradicionais. Em decorrência de toda a complexidade e dimensão assumidas pelas firmas no capitalismo industrial, naquele momento verificou-se à necessidade de uma quantidade maior de

---

vantagens provenientes da concentração geográfica de uma indústria estão associadas tanto ao aumento do volume de produção, quanto aos ganhos de organização e desenvolvimento decorrentes da maior integração entre os agentes. Vale observar que posteriormente o conceito de economias externas foi aproveitado e aprimorado por outros autores que visavam analisar o comércio internacional e questões associadas à Economia Industrial.

gerentes do que as famílias poderiam oferecer. A este respeito, Lazonick e O'Sullivan (1996) notam que a organização estratégica do desenvolvimento e da utilização das novas tecnologias exigiu elevados investimentos em custos fixos em ativos humanos e físicos para adquirir insumos, transformá-los em produtos competitivos e distribuir esses produtos para os usuários. Estes elevados custos fixos decorrentes dos investimentos estratégicos em novas tecnologias, geravam pressões para que as empresas conquistassem novos mercados e alcançassem economias de escala e escopo.

Assim, na medida em que os modernos empreendimentos industriais iam crescendo e se diversificando, suas várias unidades produtivas foram sendo submetidas a um controle unificado e central de gerentes profissionais que passaram a atuar em diversos lugares e ramos industriais e produzindo vários bens e serviços. O aumento da complexidade nas atividades empresariais exigiu que elas fossem coordenadas e vigiadas por empregados que substituíram os mecanismos de mercado, ou seja, à medida que a corporação industrial crescia em tamanho e diversidade e, ao mesmo tempo, ocorria à profissionalização da gerência das empresas, o seu controle passou a ser independente da sua propriedade. Lazonick (1992b) complementa esta idéia afirmando que foi através do uso das estruturas gerenciais para planejar e coordenar os processos de produção mecanizados e para aplicar o conhecimento científico à indústria, que as corporações americanas geraram a Segunda Revolução Industrial no fim do século XIX.

Na nova estrutura de administração industrial, os gerentes assalariados tinham como metas a elevação dos lucros, o crescimento e a estabilidade de longo prazo da firma e, não, a maximização dos benefícios atuais<sup>6</sup>, como pode ser comprovado na seguinte passagem:

Para os gerentes assalariados a continuidade de suas empresas era essencial para suas carreiras profissionais. [...] [*Os gerentes*] Estavam muito mais dispostos do que os proprietários (acionistas) a inclusive, adiar a repartição de dividendos com o objetivo de manter a viabilidade de longo prazo de suas organizações. [...] Aventuraram-se na produção de novos bens e serviços para utilizar ao máximo seu espaço e pessoal. Esta expansão, por sua vez, levou ao aumento da equipe e trabalhadores. Se os retornos eram altos, preferiam reinvesti-los na empresa, a reparti-los como dividendos. Desta forma, o desejo dos gerentes de manter a

---

<sup>6</sup> Convém lembrar que uma das características mais relevantes da firma-propriedade, tal como foi concebida pela Teoria Neoclássica, é a de operar de acordo com o princípio da maximização do lucro, a despeito do princípio de utilidade de cada um dos agentes econômicos (TIGRE, 2005).

organização trabalhando a plena capacidade se transformou num impulso contínuo para o crescimento (CHANDLER, 1977, p.126).

Vale notar, no entanto, que a diversificação da produção e a profissionalização da gerência foram consequências de um conjunto de fatores e eventos ocorridos previamente. Na primeira metade do século XIX, a escassez de mão de obra especializada disponível para as firmas estadunidenses motivou o desenvolvimento de tecnologias poupadoras de mão de obra. Os Estados Unidos daquela época eram um país com uma população muito dispersa e ainda com um sistema de transporte rudimentar e, assim sendo as empresas, cada vez mais, organizavam internamente suas atividades de oferta de insumos e de vendas de produtos. A esperança sobre as tecnologias mecanizadas despertou a necessidade de investir e desenvolver uma organização gerencial orientada a transformar os seus elevados custos fixos em custos unitários mais baixos.

A educação é tida como outra característica central para análise dos modernos empreendimentos industriais de acordo com a leitura de Lazonick (1992a, b) e Lazonick e O'Sullivan (1996). Segundo estes autores, na última década do século XIX o sistema formal de educação superior nos Estados Unidos não teve muita importância para o desenvolvimento e a utilização da tecnologia, isso porque a indústria americana se encontrava num período de transição entre a Primeira Revolução Industrial, em que a experiência do funcionário de chão de fábrica era importante, para uma Segunda Revolução Industrial baseada na ciência, na qual a educação formal sistemática era tida como algo crucial. No entanto, já no final do século XIX, o sistema de educação superior torna-se crescentemente importante para fornecer pessoal técnico e administrativo às burocracias incipientes das corporações industriais americanas.

A carreira administrativa ocupou o lugar aberto pela separação legal da propriedade e do controle dos ativos produtivos, o que permitiu a transferência do controle, antes nas mãos dos empreendedores-proprietários, para a emergente geração de gerentes assalariados. Neste sentido, Lazonick (1992b) afirma que o sucesso econômico amplo e prolongado das corporações industriais americanas nas primeiras décadas do século XX não teria sido possível sem a transformação do sistema de educação superior, que passou a estar voltado para servir as necessidades do capitalismo gerencial. Cabe recordar que na firma-

propriedade prevalecia à integração entre a propriedade dos ativos e o controle gerencial e, também, a quase inexistência do mercado de ações das companhias industriais. Os gerentes-proprietários baseavam-se nas suas reputações e nos seus contatos para levantar capital privado. Além disso, eles também usavam capital próprio para bancar seus negócios e, depois, apoiavam-se em ganhos retidos para mantê-los.

É importante observar que, na medida em que as companhias deixavam de ser firmas-propriedade para se tornarem modernas firmas gerenciais, os novos gerentes passaram a ser responsáveis estritamente pelo planejamento e pela avaliação de longo prazo das empresas. Com isso, as inovações foram fundamentalmente deixadas nas mãos de indivíduos ou de grupos externos à empresa que trabalhavam em universidades e institutos. Esta separação das tarefas gerenciais da atividade inovadora é tida como mais uma das principais razões para o sucesso das grandes empresas industriais americanas.

Destarte, o sucesso do capitalismo gerencial esteve amparado na construção de estruturas gerenciais orientadas a planejar e coordenar as tarefas das divisões de trabalho especializadas, visto que quanto mais complexo o processo de produção e quanto menos apoiado em recursos externos existentes, maiores eram as necessidades da firma quanto à capacidade organizacional em planejar e coordenar suas atividades a fim de gerar retornos. Por esta razão é que Chandler (1970) afirma que o crescimento das firmas industriais deveu-se em grande parte à *mão visível* dos gerentes, visto que estes eram os responsáveis pelo planejamento e coordenação das divisões especializadas. Em concordância com o argumento chandleriano, Lazonick (1992) assevera que:

A coordenação planejada de uma divisão do trabalho verticalmente relacionada permitiu que a firma alcançasse elevados níveis de utilização dos recursos do que se os fluxos de materiais através dos mesmos processos tivessem sido coordenados pelas relações de mercado.

Neste sentido, o tipo de desenvolvimento gerencial mais importante foi, e continua sendo, a transformação de gerentes especialistas para generalistas que, ao delegar autoridade sem perder controle, podiam efetivamente planejar e coordenar divisões de trabalho extensas e complexas. A habilidade para integrar especialistas técnicos numa organização e transformar alguns deles em gerentes gerais é a chave do sucesso da estrutura organizacional multidivisional, que surgiu nos anos 1920 e se difundiu rapidamente nos anos 30 e 40 entre as firmas dominantes da indústria americana (pp.134-5).

Grosso modo, a firma que contava com a coordenação gerencial para conquistar vantagens competitivas, acumulava ganhos ao exercer controle sobre os mercados de insumos e de produtos de um modo que seus concorrentes com uma capacidade organizacional menor não poderiam fazer. Além disso, os fornecedores externos criavam uma maior dependência para manter negócios com a firma dominante, visto que a demanda regular de uma firma dominante por bens e serviços fornecia a base para que os fornecedores alcançassem elevados níveis de utilização de seus próprios recursos fixos, o que por sua vez gerava ganhos de valor que eram, em alguma extensão, repassados para os compradores a fim de assegurar os negócios futuros. Neste sentido, Chandler (1990) observa que os empreendedores responsáveis pela criação das primeiras empresas industriais adquiriram grandes vantagens competitivas, uma vez que as indústrias nas quais estas firmas estavam localizadas rapidamente se tornaram oligopolistas, isto é, tais indústrias eram dominadas por um pequeno número de firmas pioneiras (*first movers*).

Cabe rememorar que, de um modo geral, a concorrência entre as firmas oligopolistas não se dá via preços, mas sim por meio de *market share* e lucros<sup>7</sup>. A disputa por parcelas de mercado e lucros cada vez maiores desperta o desenvolvimento de capacidades organizacionais que proporcionem uma dinâmica interna para o crescimento continuado da firma, na qual seus proprietários e gerentes são incentivados a expandirem seus negócios para mercados mais distantes se tornando, em muitos casos, uma firma multinacional. Esta dinâmica interna também estimulou a firma a diversificar e desenvolver produtos competitivos em outros mercados diferentes dos originais, para assim se tornarem firmas multiproduto.

Como consequência, tem-se que a capacidade organizacional superior nas firmas propiciou um acesso privilegiado não apenas para os recursos humanos e físicos, mas também para os recursos financeiros que puderam ser alocados para investimentos criadores de valor no longo prazo. Vale acrescentar que a maior parte do crescimento da firma multidivisional foi financiada por ganhos retidos, bancos de investimentos e capitalistas de risco. Desta forma, o financiamento alavancado de forma conservadora não

---

<sup>7</sup> Elas faziam isso funcionalmente através de melhorias nos produtos, nos processos de produção, na propaganda, nas relações trabalhistas, e estrategicamente se movendo para mercados emergentes de forma rápida, e saindo daqueles declinantes mais rapidamente e eficazmente, do que os seus competidores.

era visto como uma ameaça ao controle gerencial, haja vista que na “maioria dos casos, os velhos empresários tinham deixado suas riquezas nas mãos do público, retirando-se da cena industrial’ (LAZONICK, 1992b, p.133). O controle das estratégias de investimento de longo prazo dessas firmas dominantes foi deixado para uma geração de gerentes profissionais cujos esforços e habilidades permitiram que os empresários fundadores implementassem suas estratégias inovadoras e que suas firmas conquistassem vantagens competitivas sustentadas.

Com isso, observa-se outro ponto importante ressaltado por Lazonick (1992a, b) e que reporta a forma como são financiados os investimentos nas corporações industriais. Aqui vale a pena recuperar uma importante contribuição de Penrose (1959). Embora esta autora estivesse preocupada em desenvolver um conceito de firma voltado para a teoria de seu crescimento<sup>8</sup> analisando as grandes corporações tipicamente gerenciais de seu tempo, no prefácio de 1995 de seu livro *A teoria do crescimento da firma* ela reconhece a relevância do tema acerca do problema de governança corporativa, diz ela “é bem verdade que nos anos 1950, o fenômeno de firmas dirigidas pelo tipo de administradores-proprietários sem compromissos com os interesses das firmas não era tão evidente como parece ser atualmente” (p.13). Nesta introdução, Penrose defende o argumento de Lazonick (1992 a, b) no que tange aos contornos das novas formas de governança corporativa e da avaliação de que os lucros retidos eram, no período dos anos dourados, a forma predominante de financiamento do crescimento das firmas gerenciais. Assim, na teoria do crescimento da firma:

... os lucros eram vistos como condição necessária à expansão – ou ao crescimento – e este, portanto, constituía uma razão importante do interesse dos administradores pelos lucros. Além disso, quanto mais lucros pudessem ser retidos dentro das empresas, tanto melhor, já que os lucros retidos representam uma fonte relativamente barata de recursos financeiros; em vista disso, a administração não tinha desejos de transferir aos acionistas mais dividendos do que os necessários para satisfazer o mercado de capitais (PENROSE, 1959, p.14).

---

<sup>8</sup> A teoria formulada por Penrose (1959) visa explicar como que as firmas crescem acumulando capacidade e recursos, de modo que as “empresas encerram experiência e conhecimentos acumulados ao longo da sua existência que dela fazem um exemplar único, resultante de sua trajetória específica, dos problemas que enfrentam, das estratégias e soluções que escolhem” (DANTAS, KERTSNETSKY e PROCHNIK, 2002, p.31).

Em conformidade com o que foi discutido até o momento, Galbraith (1967) analisa as sociedades anônimas e identifica que a característica distintiva entre os indivíduos e as firmas modernas é que, esta última, é capaz de realizar negócios usando recursos financeiros de terceiros, o que lhes permite "empreender tarefas que estão além do alcance de qualquer pessoa sozinha" (p.65). Com o predomínio das grandes corporações, as atividades de planejamento se tornavam cada vez mais importantes. Os gerentes abrigados na tecnoestrutura desejavam a expansão das atividades produtivas e isso vinha a se chocar com os interesses imediatos dos acionistas. Assim, da mesma forma que Penrose, a visão galbraithiana apresenta pontos de contato com a argumentação acerca da importância dos lucros retidos exposto por Lazonick (1992a, b).

Para Galbraith (1967), a independência da tecnoestrutura<sup>9</sup>, ou seja, a isenção de interferências exteriores no conjunto de indivíduos com responsabilidades sobre a tomada de decisões nas firmas, só seria alcançada quando a empresa conseguisse ter uma fonte de capital próprio, para que, assim, ela não tivesse que "recorrer sem ter de ceder, como compensação, qualquer autoridade sobre suas próprias decisões. Nisso, a abundância de capital entra como fator primordial" (p.71). Deste modo, os lucros retidos resultantes do contínuo fluxo de ganhos, apresentam-se como um meio de garantir a liberdade financeira das empresas, que passam a não dever satisfação a nenhum agente externo quando seus investimentos fracassam, ou seja, os gerentes preferiam a retenção de lucros aos empréstimos bancários, opção que os colocava mais a salvo das interferências externas já citadas.

Entretanto, a leitura galbraithiana aponta que apostar nos ganhos próprios das firmas é algo arriscado, haja vista uma situação em que não existam lucros retidos. Assim, a "falta de capital, conquanto limitada no tempo e lugar, revive prontamente o poder do capitalista. E é nesses tempos de falta de lucros, e somente então, que os acionistas da grande empresa transformam-se em ameaça ao poder da administração" (GALBRAITH, 1967, p. 71). A atuação da tecnoestrutura também fica comprometida num contexto em que há uma queda

---

<sup>9</sup> Galbraith (1967) observa que o papel desempenhado pelos gerentes - como representantes da tecnoestrutura, sobressai em relação à atuação dos acionistas, dada a vantagem obtida pelo grupo. Sendo assim, as exigências da tecnoestrutura se adaptam bem a nova configuração das firmas.

no preço das ações. Isso porque em função dos baixos dividendos e dos lucros insignificantes, pode haver intervenção dos acionistas e, até mesmo, uma transferência de controle acionário. Em complemento, este mesmo autor assinala outro elemento importante que se refere às salvaguardas que as sociedades anônimas oferecem para a autonomia das empresas na medida em que, a separação da propriedade e do controle nas mesmas retirava o poder decisório dos indivíduos agora, apenas, proprietários. No entanto, convém ressaltar que assim como Lazonick (1992a, b), Galbraith (1967) sugere que, no atual estágio do capitalismo, a tecnoestrutura abrigada do poder dos acionistas e voltada aos interesses do crescimento das estruturas produtivas, está em xeque.

Com base na exposição feita até o momento é possível notar a essencialidade dos lucros para a sobrevivência e o crescimento de todos os empreendimentos capitalistas. No capitalismo proprietário, cuja gerência e propriedade estavam nas mãos de um indivíduo ou de um grupo de indivíduos, os gerentes-proprietários frequentemente preferiam alocar seus lucros no pagamento de dividendos, a investir para que suas empresas se estabelecessem em mercados internacionais ou desenvolvessem novos produtos em indústrias relacionadas. No entanto, no século XIX os empreendedores pioneiros ingleses e americanos ainda não enxergavam o mercado de capitais como uma fonte alternativa para se financiar. Antes da consolidação das sociedades por ações, a integração entre a propriedade dos ativos e o controle administrativo definia a forma como a indústria americana no século XIX era financiada. Depois, quando teve início a separação da propriedade e controle das firmas com as ferrovias, o capital inicial, além daquele provido pelo empreendedor e seus parceiros, passou a ser fornecido pelos investidores locais e complementado pelas instituições financeiras locais. Neste sentido, Lazonick e O'Sullivan (1997b) observam que no desenvolvimento industrial americano, o surgimento de empresas dominantes impulsionou o mercado de ações e não, o inverso.

A este respeito Hobson (1983) observa que as modificações ocorridas na economia americana na virada do século XIX para o século XX resultaram na formação de um capitalismo moderno, no qual o aparecimento e o desenvolvimento da grande corporação industrial americana representam a manifestação inicial do posterior desdobramento do grande capital. De acordo com este autor, “o rápido surgimento da nova empresa

manufatureira e comercial exigia um movimento de capital mais livre que o movimento normalmente assegurado pela estrutura empresarial mais antiga” (p. 176). A leitura de *A Evolução do Capitalismo Moderno* nos permite observar a ocorrência de um movimento simultâneo do capitalismo: enquanto as firmas de capital acionário deslocavam as firmas-propriedade, o capital financeiro assumia uma natureza especulativa, na qual a importância crescente das práticas destinadas a ampliar o valor do capital fictício existente, exigiu a constituição de um enorme e complexo aparato financeiro (BELLUZZO E TAVARES, 1980). A respeito do elemento especulativo Hobson (1983) nota que “o traço característico da grande empresa moderna é que essa prática anômala e ocasional se transformou em universal e permanente, e que existe um mecanismo financeiro complexo para operá-la” (p.180).

Hobson (1983) tem uma contribuição destacada quando analisa o papel do financiador na evolução do capitalismo. Ele vai de encontro a muitas interpretações, pois não acredita que o domínio econômico norte-americano seja função das vantagens tecnológicas de seu complexo industrial comparativamente ao europeu, mas sim, deve-se sobretudo ao papel do capital financeiro que explica o surgimento da grande empresa americana. Nesta linha Belluzzo e Tavares (1980) argumentam que:

A grande empresa americana constrói seu poder monopolista sobre o caráter intrinsecamente financeiro da associação capitalista que lhe deu origem. É desta dimensão, mais do que da base técnica, que deriva a capacidade de crescimento e de gigantismo da organização capitalista “trustificada”. Conquista de novos mercados, controle monopolista de fontes de matérias-primas, valorização “fictícia” do capital, tendência irrefreável à conglomeração, tudo isso está inscrito na matriz originária da grande corporação americana. E esta se desenvolve apoiada em dois pilares: a finança e o protecionismo e privilégios concedidos por seu Estado “liberal”

(...)

Daí nos parecer equivocada a hipótese manejada do debate contemporâneo, de que a preeminência internacional da grande empresa americana seja atribuível primordialmente às dimensões produtiva e tecnológica. A tão propalada difusão dos padrões americanos de consumo ou a generalização de sua “matriz” tecnológica, são ambas sombras que acompanham a hegemonia do *grande capital* americano. Este culminou impondo, em simultâneo, a vitória mundial de seu “sistema manufatureiro” e de seu “sistema financeiro”. Este último cumpre a dupla tarefa de unificar a estrutura global do capital e, ao mesmo tempo, de permitir sua diferenciação, através da especialização e diferenciação das instituições financeiras (p.4-5).

Outrossim, Tavares (1983) analisa que:

Hobson não se engana sobre a verdadeira natureza do grande capital americano. Ele tem claro que, se bem as ferrovias e a monopolização da agricultura e do comércio que acompanharam a expansão ferroviária sejam elementos decisivos do processo de constituição do grande capital americano, este se desenvolve a partir daí com apoio na fusão de interesses da grande indústria com o capital bancário, sob a égide de uma “classe financeira geral” (...) É a força do grande capital e da classe financeira americana que determina a sua expansão e diferenciação, e não a superioridade tecnológica inicial do sistema manufatureiro americano” (p. XXI).

Cabe colocar que historicamente as instituições financeiras americanas desempenharam um papel crucial no estabelecimento das empresas industriais modernas, ao passo que na Alemanha uma instituição financeira especial, a saber, os bancos, é que foram indispensáveis. Neste sentido, Hobson (1983) destaca que o poderio financeiro observado pelas companhias capitalistas era praticado essencialmente pelos bancos. Deste modo, tanto na Alemanha quanto nos Estados Unidos, os recursos fornecidos pelos financistas fez com que eles participassem do processo de tomada de decisões na posição de diretores externos. Todavia vale notar que, uma vez que as modernas empresas industriais se consolidaram, os gerentes passaram a tomar conta de tudo, especialmente dos recursos e ganhos gerados pelas empresas e o papel dos diretores externos se tornou desprezível.

Assim, no que tange a gestão das firmas vimos que pelo menos até a Primeira Guerra Mundial, o controle familiar sobre as grandes empresas industriais norte-americanas foi bastante comum, mas depois, as famílias raramente gerenciavam as operações diárias dos seus negócios já que as unidades operacionais individuais se tornaram tão numerosas e sua administração e coordenação tão complexa para tal gestão pessoal. O aumento da complexidade e da dimensão das firmas fez com que um grande número de empresas adotasse um modelo de estrutura administrativa que ficou conhecido por forma multidivisional, na qual a descentralização administrativa permitia que a corporação diversificasse sua produção em muitas linhas de negócios novas sem entregar-se à segmentação estratégica. Dito de outra forma, a estrutura multidivisional surge a partir da necessidade das firmas dominantes com elevados custos fixos, de incorporarem novas linhas de produtos e entrarem em novos mercados regionais e internacionais que no longo

prazo faria com que estes altos custos fixos inerentes aos seus investimentos iniciais, transformassem-se em baixos custos unitários. Neste sentido Lazonick (1992b) sustenta que a evolução das firmas multiregionais, multinacionais e multiproducto representa a decisão dos seus gerentes em conservar sua estratégia inovadora, uma vez que a estrutura multidivisional desenhada para garantir o sucesso da inovação, adicionava custos fixos à firma “que eram necessários para dar continuidade às pesquisas e ao desenvolvimento de novos produtos e processos, bem como aos custos associados às novas plantas, equipamentos e pessoal necessário para produzir os novos produtos e serviços para os novos mercados” (p.135).

Com a nova estrutura, os executivos puderam conduzir os negócios de cada divisão, enquanto os escritórios gerais estabeleciam metas e políticas estratégicas para a firma como um todo. Assim, a nova estrutura deixou as decisões estratégicas envolvendo a alocação dos recursos existentes e a aquisição de novos, nas mãos de uma equipe de altos executivos generalistas. A este respeito, Chandler (1962) coloca que “o gerente geral de uma grande corporação é uma figura tão crucial na economia de meados do século XX, como foi o capitalista de Adam Smith no século XVIII e o empreendedor de Jean Baptiste Say no começo do século XIX” (p.314).

Portanto, como podemos depreender da discussão feita até agora, o controle centralizado foi um dos principais elementos para o sucesso da estrutura multidivisional nos Estados Unidos. A delegação de autoridade sobre a tomada de decisões operacionais sem que os altos executivos perdessem o controle sobre a implementação das estratégias empreendedoras é crucial para o entendimento da duração e abrangência assumida pelo capitalismo gerencial. Por isso, entendemos que a separação entre o controle e a propriedade dos ativos produtivos na firma é um assunto que merece ser tratado detalhadamente, como será feito na próxima seção.

### **1.1.1 A separação da propriedade e do controle da firma**

Foi visto que a unidade econômica do século XIX, representada pela firma propriedade na gênese do capitalismo industrial, caracterizava-se por pertencer a indivíduos ou a pequenos grupos, por ser administrada por eles ou por seus representantes e, também,

pelo fato de que a maioria delas tinha o tamanho limitado pela riqueza pessoal dos seus proprietários.

Com os desenvolvimentos tecnológicos na virada dos séculos XIX e XX, sobretudo no setor de transportes e comunicação, os grandes conglomerados econômicos foram suplantando essas antigas unidades econômicas e, a partir de então, reuniram - por meio do mecanismo acionário - um grande número de trabalhadores e propriedades de muito valor que pertenciam a vários indivíduos numa única organização produtiva, cujos controle e administração não eram mais unificados.

Em virtude disso, a sociedade anônima foi se difundindo em todos os setores da economia, na medida em que as inúmeras unidades econômicas privadas e concorrentes davam lugar aos grandes agregados da empresa moderna de capital aberto. Assim, o modelo da sociedade anônima adquiriu uma grande relevância, tornando-se de fato, uma forma de manter a propriedade, e, um meio de organizar a vida econômica.

De acordo com Berle e Means (1932), a explicação do fenômeno da difusão dessa forma de organização da atividade econômica está apoiada em dois pontos principais que acabam por possibilitar a ampliação da área sob controle unificado. São eles: (i) o sistema fabril, base da Revolução Industrial, que levou um número cada vez maior de trabalhadores a se submeter diretamente sob uma administração única e centralizada, e (ii) a sociedade anônima que colocou a riqueza de inúmeras pessoas sob o mesmo controle central. Essas mudanças levaram a um aumento considerável no poder dos administradores, ao passo que, o *status* das demais pessoas envolvidas, trabalhadores ou proprietários, modificou-se radicalmente. Isto ocorreu, por um lado, porque o trabalhador independente que é empregado numa fábrica, tornou-se assalariado e, desse modo, passou a confiar a direção de seu trabalho para o seu patrão. Por outro, o proprietário que investe numa sociedade anônima moderna passou a entregar sua riqueza aos executivos da companhia, na medida em que foi trocada a posição de proprietário independente por aquela em que apenas recebe a remuneração do capital.

Foi a partir desse novo aspecto da sociedade anônima que as riquezas de inúmeros indivíduos acabaram se concentrando em enormes agregados, passando seu o controle a

uma direção única. Cabe observar que as empresas de capital aberto são àquelas nas quais a separação entre propriedade e controle tornou-se uma característica importante, diferentemente das empresas em mãos de particulares ou de um pequeno grupo, nas quais essa separação não ocorreu de modo relevante. Foi exatamente essa separação que possibilitou uma extraordinária pulverização da propriedade, e neste processo o mercado de capitais assume um papel importante como fonte de financiamento, muito embora, como assinalam Berle e Means (1932):

O mecanismo acionário em si e por si não realiza necessariamente essa mudança. Uma pessoa sempre pode transformar seu negócio em sociedade anônima, mesmo que esta ainda represente seu próprio investimento, suas próprias atividades e suas próprias transações comerciais; na verdade, essa pessoa apenas criou um *alter ego* legal, fundando uma sociedade anônima como veículo nominal (pp. 34-35).

Em face das modificações ocorridas, as novas responsabilidades para com os proprietários, os trabalhadores e o Estado, ficaram a cargo dos executivos. Ao criar essas novas relações, pode-se afirmar que a empresa de capital aberto foi capaz de provocar alterações que resultaram no desfazimento da unidade antes chamada de propriedade, dividindo-a em propriedade nominal e poder. Nesta mesma linha argumentativa Schumpeter (1942) nota que, com exceção das empresas individuais ou familiares, perde-se a imagem do antigo proprietário com interesses específicos na firma, posto que "o processo capitalista, ao substituir as paredes e as máquinas de uma fábrica por um mero pacote de ações, tira a vida da idéia de propriedade. Afrouxa o laço que outrora foi tão forte..." (p.185).

Desta forma a separação da propriedade e do controle nas firmas desestruturou os próprios fundamentos sobre os quais a ordem econômica do capitalismo anterior ao século XX esteve amparada, uma vez que, durante muito tempo, o interesse do proprietário de uma empresa foi considerado a melhor garantia da eficiência econômica. Deve-se ter em mente que no modelo anterior de gestão das companhias, supunha-se que se fossem protegidos os direitos do indivíduo no tocante ao uso da sua propriedade da forma que lhe parecesse conveniente e no que se refere aos recebimentos de todos os frutos de seu uso, seu desejo de ganho e de lucro atuaria como um incentivo para o uso eficaz de qualquer propriedade industrial.

Já na empresa de capital aberto, não é mais o próprio indivíduo que usa sua riqueza. Os responsáveis por controlar essa riqueza e, portanto, de assegurar a eficiência industrial e de produzir lucros, não tem mais o direito, enquanto proprietários, à maior parte desses lucros. Aqueles que controlam a direção da sociedade anônima possuem uma fração tão diminuta do capital da companhia que os retornos derivados do funcionamento lucrativo desta, só lhes cabem minimamente. Em contraste, os acionistas, para quem se destinam os lucros da empresa, não podem ser motivados por esses lucros a fazerem um uso mais eficiente da propriedade, uma vez que renunciaram a dispor dela em favor dos administradores. Deste modo,

A desintegração do átomo de propriedade destrói a base da antiga suposição de que a obtenção de lucros estimula o dono da propriedade industrial a fazer uso eficaz da mesma. Em consequência disso, desafia o princípio econômico fundamental da iniciativa individual no empreendimento industrial. Requer que se examine de novo a força motriz da indústria, e os fins para os quais a moderna sociedade anônima pode ser ou será dirigida (BERLE E MEANS, 1932, p. 37).

Ao distinguir os interesses de propriedade e os poderes de controle é necessário ter em mente que, assim como há muitos indivíduos com interesses numa empresa que não são habitualmente considerados proprietários, também há inúmeros indivíduos com poder sobre ela que normalmente não são entendidos como pessoas que dispõem do controle. Para Berle e Means (1932), de todo o complexo de indivíduos com interesses numa empresa, só são considerados proprietários aqueles que têm “uma série de interesses legais e de fato na empresa” (p.123). Da mesma forma, o termo *controle* deve se limitar, na prática, àqueles que dominam os principais elementos de poder sobre uma firma, tendo em mente, entretanto, que um grande número de indivíduos pode exercer um certo poder sobre as atividades de uma companhia sem dispor de poder suficiente que justifique sua inclusão no *controle*.

Os acionistas teriam certos interesses bem definidos no funcionamento da companhia, na distribuição dos seus rendimentos e nos mercados públicos de ações. De um modo geral, eles têm interesse: i) no bom desempenho da companhia de modo que esta proporcione o lucro máximo compatível com um grau razoável de risco; ii) que nenhum evento ocorra de modo a comprometer o direito de receber a parte que lhes cabe dos lucros

distribuídos; e iii) que suas ações continuem sendo livremente negociadas no mercado a um preço justo. Diferentemente, os interesses dos responsáveis pelo *controle*, não são tão fáceis de definir. Na operação de uma sociedade anônima, o grupo de controle, mesmo possuindo um grande volume de ações, pode servir melhor a si mesmo auferindo benefícios privados às expensas da companhia do que produzindo lucros para ela.

A partir da análise das modificações geradas pela sociedade anônima surge uma preocupação acerca das mudanças na forma do estatuto de propriedade e nas relações econômicas que sustentam essa mudança. Cumpre observar que neste novo contexto é bem provável que, ao invés de dispor de meios materiais de produção, as pessoas possuam ações, obrigações e outros títulos que ganharam liquidez por meio do mecanismo dos mercados abertos<sup>10</sup>, ao passo que o controle físico dos meios de produção foi sendo entregue, cada vez mais, a grupos centralizados que administram a propriedade - supostamente, mas não necessariamente - em benefício dos acionistas. Com base nisso, é possível afirmar que o poder sobre a propriedade industrial se tornou mais distante do direito legal de desfrutar de seus benefícios. O controle dos ativos físicos passou do proprietário individual para os executivos das instituições de capital aberto, enquanto o proprietário conserva seu interesse no produto e em seu crescimento. Na verdade, o que se observava era a dependência a uma nova estrutura da propriedade, que antes combinava o pleno poder de manipulação como direito absoluto de desfrutar dos produtos e dos lucros dos ativos físicos. Por essa razão, a propriedade ficou dividida entre o controle e seu usufruto. Em vista disso, Ross, Westerfield e Jaffe (2008) apontam que a principal vantagem de uma empresa organizada na forma de uma sociedade por ações é que esta permite que se transmita facilmente a propriedade das suas ações e, como essa sociedade existe independentemente dos indivíduos que possuem suas ações, não há limite algum para a transferência acionária.

Portanto, na época em que o proprietário também tinha controle sobre sua empresa, ele poderia movimentá-la em função de seus próprios interesses. Cabe lembrar que o

---

<sup>10</sup> Vale dizer que o atributo da liquidez é tido como uma das principais funções associadas ao mercado público “esses mercados proporcionam o único meio importante pelo qual um investidor pode retirar seu capital, seja para empregá-lo em outra parte, seja para despesas pessoais. (...) Em síntese, o mercado desempenha a função de dar liquidez às ações” (BERLE E MEANS, 1932, p. 237).

senso comum que define os objetivos da instituição da propriedade privada supõe que uma empresa seja movimentada em função dos interesses dos proprietários. No entanto, a nova configuração resultante do surgimento da empresa de capital aberto põe em questão se há alguma razão para supor que os indivíduos que controlam uma sociedade anônima moderna também queiram movimentá-la no interesse do proprietário. Para Berle e Means (1932), a resposta a esta questão, envolveria o grau em que os interesses próprios dos indivíduos que dispõem do controle possam coincidir com os interesses proprietários e, à medida que diverjam, a resposta dependeria dos entraves ao uso do poder estabelecido por condições políticas, econômicas ou sociais.

A pergunta levantada por Berle e Means atravessa toda a discussão da separação da propriedade e do controle das firmas e, em especial, é importante para a compreensão da teoria da agência que será discutida no próximo capítulo. Neste sentido, vale notar que a teoria econômica da firma, dentro do seu amplo leque de abordagens teóricas, tem avançado no sentido de dar destaque ao conflito de interesses existente dentro das grandes empresas, como observa Possas (1985):

As ‘teorias da firma’ se estabeleceram [...], em meio à crítica de vários supostos da teoria ortodoxa dos preços em equilíbrio parcial, e assimilaram uma série de elementos dispersos [...]. Entre esses elementos um se destaca por virtualmente fundar toda essa vertente teórica [...]. Refiro-me à contraposição entre propriedade e direção da grande empresa atual, fenômeno superdimensionado em sua extensão e exagerado em sua importância pela quase totalidade dos teóricos da firma (p. 89).

Por último antes de prosseguir, cabe fazer uma importante observação que contribui para a clareza da análise que se segue. Embora a Teoria da Agência parta da observação dos conflitos decorrentes do divórcio entre a propriedade e o controle das firmas, Berle e Means sustentam que nesta separação, os acionistas aceitam abrir mão do controle da empresa em troca de liquidez. Como veremos mais adiante, esta idéia vai no sentido contrário às formulações que alicerçam a doutrina do valor do acionista, visto que esta última afirma que os acionistas têm o controle por serem detentores de ações e, portanto, “refuta o reconhecimento de um *trade-off* entre controle e liquidez” (AGLIETTA E RIBÉRIOUX, 2005, p.26). E mais, os autores de *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada* têm uma tese normativa na qual defendem que a existência da liquidez

nos mercados de capitais faz com que seja necessário reconsiderar a natureza do poder dentro das firmas, de modo que o poder seja exercido em prol de todos os *stakeholders* da corporação e, não apenas, em favor dos seus acionistas ou dos seus gerentes.

## **1.2 O declínio do capitalismo gerencial e suas implicações para a governança das corporações americanas**

A análise feita até aqui nos permite afirmar que no intervalo de tempo compreendido entre o pós-guerra e o início dos anos 70 as grandes corporações industriais norte-americanas geraram lucros elevados tendo como base as capacidades acumuladas ao longo destas décadas. Como visto, neste período predominou o chamado capitalismo gerencial, manifestado nas corporações por uma ampla dispersão da propriedade acionária que deixava os executivos com um alto nível de autonomia sobre suas escolhas estratégicas. Os gerentes das corporações eram os responsáveis por alocar os recursos seguindo um princípio de governança que Lazonick & O'Sullivan (2000) chamaram de "reter e reinvestir", que prioriza o crescimento da firma, o desenvolvimento de inovações, ainda que estes não sejam os objetivos dos acionistas.

Com o crescimento interno das firmas e com o movimento de fusões e aquisições, as corporações ampliaram ainda mais sua escala e escopo produtivos. Todavia, a forte expansão das empresas observada durante a década de 60, não se repetiu nos anos 70, fato agravado ainda pela instabilidade macroeconômica e pelo surgimento dos novos competidores internacionais. Cabe observar que a onda de conglomeração que marcou esta época foi resultante fundamentalmente da liberalização e da desregulamentação do comércio e do investimento, bem como das privatizações, que permitiram que o processo de concentração se desse em escala internacional e sem percalços.

Assim, o modelo de gestão empresarial típico dos modernos empreendimentos industriais sofreu profundos abalos na sua estrutura. A transição do capitalismo gerencial dos anos 60 para o capitalismo financeiro característico do sistema de livre mercado que se tornou dominante a partir da década de 80 foi mediada por uma série de tensões nos anos 70. Os problemas administrativos se agravaram na medida em que as firmas gerenciais foram se tornando cada vez mais numerosas e mais fragmentadas. O crescimento contínuo

dessas empresas através da expansão internacional e em indústrias relacionadas acirrou, em muito, a competição de uma forma que era até então desconhecida para os gerentes. Para piorar, a economia dos Estados Unidos foi atingida por uma “crise de confiança”. Esta é em boa parte justificada pelo baixo crescimento econômico, conjuntamente à alta inflação, ao fim do sistema de Bretton Woods, ao aumento da concorrência estrangeira e ao crescimento das corporações. Deste modo, esta mudança na orientação estratégica das empresas deve-se ao fato de que:

À medida que nos aproximamos do final dos anos 60 e ingressamos nos 70, a intensificação da concorrência e a hostilidade em relação ao intervencionismo do Estado, à politização das decisões econômicas, acarretaram um forte declínio do investimento privado, que as políticas fiscais expansionistas não conseguiram contrabalançar. Muito ao contrário, as ações do Estado começaram a se tornar cada vez menos efetivas para reestimar os “*animal spirits*” do setor privado. A tendência a déficits crônicos e crescentes dos governos revelava que o pacto, até então bem sucedido, entre governos, proprietários de riqueza e assalariados estava prestes a se romper (BELLUZZO, 1997, p. 172-3).

Com isso, desde meados dos anos 1960 observou-se o aparecimento dos primeiros sintomas de desorganização da formação virtuosa que marcou a “Era de Ouro” do capitalismo. No entanto, por trás da explicação da crise do capitalismo encontra-se a discussão acerca do enfraquecimento do dólar, ou seja, o questionamento da posição hegemônica dos Estados Unidos. Na sub-seção seguinte discutiremos mais detalhadamente as principais transformações ocorridas em termos políticos, monetários, financeiros e concorrenciais que justificam a inflexão apresentada no curso do capitalismo mundial.

### **1.2.1 As transformações no ambiente macroeconômico**

Para entender melhor as mudanças ocorridas nos anos 1970 é preciso recuperar alguns importantes antecedentes históricos.

Em termos macroeconômicos, no pós- II Guerra houve uma tentativa através do padrão instituído em Bretton Woods de recompor o sistema monetário internacional que havia se desorganizado desde a Grande Depressão dos anos 30. Os Estados Unidos saíram da guerra muito fortalecidos, uma vez que haviam assumido a função de credor posto que praticamente todos os países aliados haviam tomado empréstimos juntos aos norte-

americanos durante a guerra. Vale notar que o fim do conflito não marcou o término da ajuda financeira dos Estados Unidos, pois os americanos decidiram destinar recursos para a recuperação das economias capitalistas europeias e asiáticas. Reconhecidamente foi esta posição de poder assimétrico conquistada pelos americanos que permitiu que a nação estadunidense como Estado hegemônico estabelecesse a ordem financeira e monetária internacional do pós-guerra.

Durante os “30 gloriosos”, a economia dos países industrializados e a norte-americana em especial foi marcada pela persistência de taxas de inflação não muito baixas em termos absolutos, mas que no entanto se conservaram dentro de limites relativamente baixos quando se considera a coexistência de baixas taxas de desemprego e elevadas taxas de crescimento do produto ao longo deste período. Cabe acrescentar, que a “estabilidade” da inflação nos Estados Unidos é em grande parte explicada pela adoção de práticas que cerceavam a atuação dos sindicatos e de organizações de esquerda (SERRANO, 2004). Outra característica distintiva da economia americana nesta época refere-se às políticas de intervenção significativa do Estado na economia através de gastos militares e do programa espacial, que privilegiavam o alto crescimento da demanda para a obtenção de condições próximas ao pleno emprego. Assim, Belluzzo (1997) nota como este arranjo estava amparado por um frágil equilíbrio entre crescimento acelerado e baixas taxas de inflação:

Na verdade, terminada a II Guerra, a rápida reconversão industrial nos Estados Unidos e a reconstrução europeia foram complementares no que diz respeito à manutenção de elevadas taxas de investimento, da produtividade e ampliação da capacidade produtiva a um ritmo “equilibrado” diante da expansão da demanda, favorecendo, portanto, o crescimento do emprego e dos salários reais, sem pressões inflacionárias. Nestas circunstâncias, os sistemas financeiros puderam se colocar a serviço do crescimento, sem desencadear autonomamente tensões especulativas causadoras de instabilidade (p.173-4).

Com o tempo, o sucesso desta política fez com que os saldos da balança comercial e da conta corrente americana deixassem de ser superavitários, para se converterem em pequenos déficits no começo da década de 70. Não se deve esquecer que a Guerra Fria e, então, a postura americana em conceder ajuda externa através de empréstimos e investimentos diretos, também contribuiu para o agravamento dos déficits na balança de pagamentos dos Estados Unidos. Por outro lado, cumpre destacar que o êxito deste conjunto de medidas permitiu não só que num curto espaço de tempo as economias dos

países aliados se recuperassem como também, fez com que estas economias crescessem mais rapidamente do que a americana, o que contribuiu para diminuir o diferencial de produtividade existente em diversos setores entre a economia americana e as demais. A existência deste desequilíbrio estrutural no balanço de pagamentos trouxe à tona um questionamento, conhecido por Dilema de Triffin, a respeito da posição (desgastada) do dólar como moeda-reserva, visto que a expansão da economia americana estava em desacordo com as suas reservas em ouro.

Diante deste cenário, torna-se evidente para o governo americano a necessidade de uma desvalorização cambial que aparece como uma condição *sine qua non* para desacelerar o declínio relativo da competitividade estadunidense. Porém, dentro das regras estabelecidas pelo sistema de Bretton Woods<sup>11</sup>, este realinhamento cambial não era desejável para os americanos, pois tal mudança apontava para o risco do surgimento de uma restrição do balanço de pagamentos em decorrência de uma possível fuga generalizada do dólar para o ouro. Com isso os Estados Unidos propuseram que os demais países centrais realizassem um movimento coordenado de valorização das suas moedas. Como tal proposta não foi aceita, em 1971 o impasse foi resolvido quando os Estados Unidos decidiu unilateralmente pela inconvertibilidade do dólar em ouro. A este respeito Belluzzo (1997) afirma que ao tomar tal decisão, os americanos estavam interessados na reafirmação da supremacia do dólar e ela só foi possível porque “os Estados Unidos usufruindo de seu poder militar e financeiro dão-se ao luxo de impor a dominância da sua moeda, ao mesmo tempo em que mantém um déficit elevado e persistente em conta corrente e uma posição devedora externa” (p.187).

Ao mesmo tempo, o acirramento da competição estrangeira, em especial do Japão, resultou na perda expressiva de parcelas de mercado por parte das firmas estadunidenses e, em alguns casos, de todo um mercado. A concorrência com os produtos japoneses foi particularmente devastadora nas indústrias de produção em massa, como automóveis, eletrônicos para consumo e nos setores de máquinas e eletrônicos. Até então, durante seis décadas os Estados Unidos ocuparam a posição de líderes mundiais nestes setores, que

---

<sup>11</sup> O sistema monetário de Bretton Woods estava amparado em torno de um sistema de taxas de câmbio fixas, com a fixação do valor do dólar em ouro, ou seja, o preço oficial do ouro em dólar é mantido fixo.

foram da maior importância para a prosperidade da economia norte-americana desde 1920 até o fim da *Golden Age*. Para Belluzzo (1997) a “intensificação da concorrência foi produzida, em primeiro lugar, pelo fim da reconstrução européia que deixou como legado sistemas industriais revitalizados e competitivos, sobretudo, na Alemanha; (...) em seguida, pelo avanço internacional do capital japonês” (p.172). É válido acrescentar que as manufaturas japonesas também alcançaram um grande progresso em outras indústrias de bens de capital como aço, máquinas e equipamentos e semicondutores. Nos anos 80, a indústria japonesa figurava como o pivô da Terceira Revolução Industrial baseada na microeletrônica.

Cabe evidenciar que nas firmas maduras já estabelecidas, a intensificação da competição e a redução dos *market shares*, acabaram contribuindo para o excesso de capacidade<sup>12</sup> e, como consequência, para o aumento dos custos unitários. Deste modo, o aumento da competição entre as principais companhias da tríade resulta na reformulação das estratégias de crescimento das firmas e, também, em profundas mudanças na organização interna das empresas e nas relações entre as firmas individuais e entre os proprietários e os gerentes. É válido notar a que a competição se tornou mais acirrada no momento em que estes gerentes enfrentaram os impactos das novas tecnologias, particularmente os relativos à revolução eletrônica. A necessidade de mudar os processos de produção de eletromecânicos para eletrônicos requeria pesados investimentos e o desenvolvimento de novas habilidades tanto dos trabalhadores, quanto dos gerentes. Assim, “a rapidez na taxa de mudança tecnológica, aumentou os custos e os riscos de reinvestir os ganhos nas empresas já existentes” (CHANDLER, 1990, p.620-1).

A resposta inicial dos altos executivos das firmas norte-americanas à intensificação da concorrência foi estabelecer que seus negócios industriais crescessem através da aquisição de companhias em mercados muito pouco ou nada relacionados aos seus mercados originais, tendo em vista suas capacidades e habilidades centrais da empresa, isto é, mover-se para mercados onde eles tinham pouco ou nenhuma vantagem competitiva. Deste modo, no final dos anos 60 e começo dos anos 70 quando as fusões e aquisições se

---

<sup>12</sup> Como veremos no Capítulo 2, este é um argumento central para o discurso da lógica da maximização do valor do acionista formulada por teóricos da Agência.

tornaram uma obsessão, os gerentes corporativos “compravam mais companhias, mesmo que os produtos e os processos destas companhias não guardassem qualquer relação com as capacidades organizacionais das firmas adquirentes” (LAZONICK, 1992a, p.466). Esta prática corporativa ocasionou o enfraquecimento das habilidades gerenciais em lidar com a diversificação excessiva das firmas que as desviava de suas *core competences*<sup>13</sup>, pois com o aumento da complexidade e segmentação das firmas, surgiram problemas gerenciais no que se refere ao planejamento e a implementação de estratégias de investimento e à determinação de um critério de avaliação da rentabilidade das inúmeras divisões. Na tentativa de controlar estes problemas, as firmas começaram a vender (*divestiture*) unidades operacionais pouco rentáveis e investir na compra e venda de corporações<sup>14</sup>. Complementarmente, Chandler (1990) observa que o propósito da maior parte destas aquisições não era o de promover a integração horizontal e/ou vertical das firmas, mas sim de se diversificar e tal diversificação acabou criando outro novo fenômeno na evolução da empresa gerencial, pois invariavelmente “acarretou a separação, isto é, o rompimento da comunicação entre os altos executivos nos escritórios corporativos – os gerentes responsáveis por coordenar, administrar, planejar e alocar os recursos para a firma como um todo – e os gerentes intermediários, que eram responsáveis por manter as capacidades competitivas das divisões operacionais na batalha por *market shares* e lucros” (p.623).

Diante da concorrência estrangeira, muitas firmas americanas assumiram uma postura adaptativa – deixando de lado suas capacidades inovadoras voltadas à criação de valor – ao invés de enfrentar as incertezas inerentes às estratégias de investimento em inovação que poderiam gerar novas capacidades de criar valor no futuro (LAZONICK, 1992b). Na transição de uma estratégia inovadora para uma adaptativa, as habilidades específicas daqueles que ocupam posições mais altas no processo de tomada de decisão mudam de uma orientação direcionada à produção, para uma financeira, ao passo que sua percepção generalista também deixa de ser voltada para o desenvolvimento de longo prazo e passa a se concentrar na maximização de lucro de curto prazo.

---

<sup>13</sup>No sentido empregado por Prahalad e Hamel (1990).

<sup>14</sup> Este assunto será discutido pormenorizadamente ainda neste capítulo, na sub-seção que vai tratar do papel das aquisições no processo de reestruturação corporativa ocorrido na década de 80.

Ao comparar as firmas estadunidenses com as japonesas, Lazonick (1992b) nota que na maior parte das corporações industriais americanas, o compromisso de longo prazo da firma com seus funcionários e dos funcionários com a firma, era muito limitado. Assim, na visão deste autor, as raízes do declínio da competitividade internacional da economia americana se encontram na complacência de muitas (mas não todas) as firmas americanas dominantes que diante do seu sucesso inicial, procuraram acumular riqueza sem realizar um comprometimento financeiro para reconstruir suas capacidades organizacionais. Neste sentido, a estratégia de reter e treinar funcionários comprometidos seria um fator crítico para garantir uma capacidade organizacional apta a transformar uma crise em crescimento renovado, o que se evidencia na passagem a seguir:

A falta de um completo compromisso das firmas com os indivíduos e dos indivíduos com a firma foi provavelmente o maior problema das firmas quando o compromisso era necessário, isto é, quando a firma passou por uma crise suas velhas estratégias de investimento não conseguiam mais sustentar sua viabilidade econômica. Historicamente, a reorganização das firmas para implantar as novas estratégias veio depois de períodos de crise (p.153-4).

Ademais, o ambiente econômico sofria com a escalada inflacionária que também provocava reflexos negativos sobre as corporações. Os conflitos distributivos manifestados pelas disputas trabalhistas nos Estados Unidos e na Europa intensificaram-se e resultaram numa explosão dos salários nominais, que ao serem repassados para aos preços, provocou uma aceleração da inflação. Cabe colocar, que naquele momento a economia mundial já apresentava sinais de esgotamento de seus mecanismos de sustentação de crescimento e de baixas pressões inflacionárias. O compromisso com a promoção do crescimento econômico surge como uma das razões para explicar o porquê da autoridade monetária americana não reajustar as taxas de juros nominais em linha com o aumento da inflação.

Neste ambiente marcadamente incerto, a operação dos mercados financeiros dos principais países desenvolvidos passou a ser uma prática ainda mais arriscada. Isto abriu espaço para a busca e implementação de inovações financeiras que criassem procedimentos seguros para administrar esses riscos e socializar incertezas. Diversos mecanismos foram criados<sup>15</sup>, dentre os quais a emergência dos investidores institucionais merece destaque.

---

<sup>15</sup> Outras inovações financeiras importantes foram a securitização e a introdução dos derivativos. A securitização nada mais é do que uma ferramenta financeira que transforma obrigações financeiras geradas

Assim, à luz da desregulamentação e liberalização financeiras, concomitantemente ao processo de privatizações, assistiu-se ao fortalecimento dos investidores institucionais, sobretudo dos fundos de pensão e fundos mútuos (LAZONICK & O’SULLIVAN, 2000; AGLIETTA & REBÉRIOUX, 2005). Ao transferir a propriedade acionária dos investidores individuais para estes investidores institucionais, os acionistas passaram a ter um poder coletivo muito maior para interferir nos lucros e nos valores de mercado das ações corporativas que eles possuíam. Visando maximizar o valor dos seus portfólios, os gerentes desses fundos consideravam como sua principal função aumentar os retornos de curto prazo (dividendos mais apreciação) dos seus ativos, ou seja, “a meta deles era obter um retorno para seus títulos, que fosse superior ao retorno médio das ações registradas” (CHANDLER, 1990, p.625). Tais gerentes de portfólios não tinham nem tempo, tampouco informação para estarem preocupados com a saúde financeira e o crescimento de longo prazo das firmas individuais, posto que seus interesses em relação às firmas eram temporários<sup>16</sup>. Assim, os novos proprietários das firmas americanas tinham um perfil totalmente distinto dos antigos investidores individuais uma vez que para os primeiros, o lucro de curto prazo era tido como o critério para que as ações fossem constantemente transacionadas, sendo rara a preocupação com os ganhos de longo prazo. Nas palavras de Belluzzo (1997):

O vendaval da liberalização financeira entregou aos mercados de capitais internacionalizados a tarefa de avaliar e selecionar os novos projetos de investimento. A obsessão pela liquidez e pelo curto prazo não tem sido boa conselheira na escolha destes projetos. Tampouco têm auxiliado o nível e a crescente volatilidade das taxas de juros de longo prazo e as violentas flutuações cambiais, filhas da intensa e crescente mobilidade do capital-dinheiro (p. 191).

A presença dos investidores institucionais norte-americanos em outros mercados implicou, portanto, mudanças nas estratégias corporativas, visto que eles induziam as empresas estrangeiras a satisfazerem suas expectativas em termos de lucratividade e retorno sobre o investimento<sup>17</sup>. Nesta linha, a análise sobre a financeirização da economia

---

previamente em processos de oferta de crédito, em papéis que podem ser colocados diretamente no mercado para o público investidor (descrevendo assim, um processo de desintermediação financeira). Já os derivativos consistem em ativos cujo valor é derivado, integral ou parcialmente, do valor de outro ativo. Eles assumem um papel importante ao oferecer a possibilidade de decompor e negociar em separado os riscos que cercam uma dada transação financeira (Carvalho *et al.*).

<sup>16</sup> A importância assumida pelos investidores institucionais dentro da lógica da maximização do valor do acionista será discutida no próximo capítulo.

<sup>17</sup> Este é o caso da França estudado por Plihon (2005). Neste trabalho o autor argumenta que os investidores internacionais como os grandes *players* na nova configuração do capitalismo, pressionaram as empresas

desenvolvida por Braga (1997) traz uma contribuição fundamental ao evidenciar um aspecto importante que se refere à postura dos investidores institucionais como atores econômicos que procuram auferir ganhos de capital mais de curto prazo e, para isso, assumem uma estratégia de gestão de portfólio que diminui o tempo médio de manutenção das ações, por meio da internacionalização das suas aplicações e do fortalecimento dos mercados de derivativos. É desta forma que se organizam as “corporações produtivas com finanças que são um objetivo em si mesmo” (p.197).

No princípio da década de 70 o arranjo do capitalismo gerencial sofre outro golpe com o choque no preço do petróleo de 1973. É importante ter em mente que sendo o petróleo a *commodity* básica do paradigma tecnológico prevalecente, os impactos negativos resultantes deste choque se propagaram rapidamente por diversos setores da economia. As inúmeras medidas de ajustamento comprometidas com a promoção do crescimento e a busca do pleno emprego foram tomadas a fim de combater os efeitos desta primeira crise do petróleo, mas inevitavelmente elas redundaram numa forte recessão entre os anos de 1974-7. O baixo crescimento econômico observado nos mercados das principais firmas acarretou uma interrupção na expansão destes, que teve como consequência a estagnação, e muitas vezes a contração<sup>18</sup>, dos lucros corporativos.

Este era o cenário de crise que a economia americana se encontrava em meados dos anos 70 e que teve sérios desdobramentos sobre a esfera corporativa. A elite gerencial responsável pela administração das grandes corporações se deparava com uma situação econômica que colocava em dúvida seu controle sobre as corporações, que já não eram mais tão lucrativas.

Os choques do petróleo de 1973 e 1979 agravaram a instabilidade macroeconômica e forçaram os países desenvolvidos a adotarem políticas monetárias restritivas baseadas em aumentos dramáticos das taxas de juros. A elevação dos juros favorece investimentos em

---

francesas até a extinção dos núcleos duros (compostos por blocos de acionistas franceses) e das participações cruzadas. Para eles, tais empresas de capital aberto são consideradas um ativo financeiro e é por este motivo que defendem que os objetivos perseguidos pelas corporações devem ser orientados prioritariamente à maximização do valor dos acionistas.

<sup>18</sup> Como vimos, num primeiro momento a elevação da inflação não foi acompanhada por um reajuste das taxas de juros nominais, isto acabava reduzindo as margens de lucro.

títulos de renda fixa, em detrimento das ações, o que contribuiu para a queda substancial no preço destas últimas. Vale observar, que a inflação resultante da drástica elevação dos preços do petróleo nos anos 70 criou um problema para as instituições financeiras dos Estados Unidos a respeito da gestão de seus ativos financeiros para gerar retornos adequados, levando assim, à desregulamentação da economia americana<sup>19</sup>.

Portanto, em termos macroeconômicos, a incapacidade de ampliação contínua da produtividade marcou um acirramento das tensões que se mostraram incontornáveis naquele momento. A resposta foi a consolidação de um novo padrão de acumulação liderado pela finança. Neste sentido, a solução então sugerida para o debate surgido nos anos 70 foi reforçar os laços entre as esferas corporativa e financeira, por meio do mercado de capitais<sup>20</sup>. Fracalanza e Raimundo (2008) colocam com propriedade:

As corporações oligopolistas não suportaram a contínua queda de lucros que se seguiram à queda da produtividade nos anos 70. (...) A instabilidade cambial que se instaurava com o fim da paridade dólar-ouro em 1973 representou uma carga insuportável para a grande empresa capitalista transnacional. Portanto, o acúmulo de pressões pôs por terra o arranjo do pós-guerra que se mostrara tão benigno para o movimento de acumulação de capital e também para o bem-estar social. Sendo assim, os anos 80 virão inaugurar a construção de um novo período, marcado por outras formas institucionais. (p.7)

À guisa de conclusão, é mister assinalar que face às dificuldades do cenário econômico e aos impasses em retomar a trilha do crescimento econômico e em gerar lucros nas firmas, observou-se o ressurgimento de propostas econômicas alternativas, dentre as quais merece destaque àquela desenvolvida por teóricos mais próximos ao núcleo do programa de pesquisa neoclássico e que, portanto, marca a volta das proposições de coordenação via mercado<sup>21</sup>. Para esses teóricos, o período de conglomeração excessiva e declínio no desempenho corporativo nos anos 60 e 70 nos Estados Unidos são uma

---

<sup>19</sup>Na década de 70 o setor bancário norte-americano também experimentou uma desregulamentação significativa. Através de um processo que ficou conhecido por “desintermediação” surgiram fundos no mercado monetário que ofereciam aos poupadores taxas de retorno muito mais elevadas do que os bancos regulados poderiam oferecer (por exemplo, os *Savings and Loans* – S&L).

<sup>20</sup>Em diversos artigos, Lazonick defende que a solução para os problemas enfrentados pelas corporações industriais americanas no capitalismo gerencial, envolveria um rearranjo corporativo em prol de um maior esforço inovador, que levasse a reinserção econômica estadunidense no âmbito da Terceira Revolução Industrial. As questões relativas à ausência de elementos inovadores no contexto da ideologia do *shareholder value* serão esmiuçadas na seção 3.3.

<sup>21</sup>Esta proposta neoclássica ficou conhecida como a lógica da maximização do valor do acionista e será analisada detalhadamente no próximo capítulo.

evidência de que os recursos das empresas eram desperdiçados pelos gerentes em diversificações que se revelaram ruins do ponto de vista da alocação de recursos. Seria necessário privilegiar a atuação dos mercados na promoção da eficiência alocativa, em detrimento das organizações. Nesta leitura, os principais culpados pelos problemas das firmas americanas no começo dos anos 80 seriam os gerentes que, na década anterior, falharam no desígnio de maximizar o valor do acionista (JENSEN, 1989).

Com isso, depreende-se que este movimento não está circunscrito aos efeitos observados sobre as grandes corporações, notadamente as americanas. Trata-se de uma transformação mais ampla, que envolve a construção de um novo paradigma econômico que surge entre as décadas de 1960 e de 1970, quando há a passagem do capitalismo gerencial para o capitalismo financeiro. Tendo isto em vista, antes de discorrermos sobre a vertente teórica que deu origem a lógica da maximização do valor do acionista, apresentaremos a leitura proposta pela Teoria da Regulação que complementa a leitura já feita anteriormente por autores como Belluzzo (1997). Veremos que esta leitura regulacionista tem como vantagem a apresentação de uma visão estrutural e numa perspectiva de uma duração mais longa dos arranjos do capitalismo, ou mais apropriadamente, dos regimes de acumulação, com a descrição do papel das formas institucionais típicas de cada regime.

### **1.3 A leitura regulacionista da crise da “Era de Ouro”**

A presente seção parte de uma leitura da Escola da Regulação Francesa à respeito da passagem do regime de acumulação fordista que predominou desde o pós- II Guerra até os anos sessenta, para um regime de acumulação marcado pelo aumento do poder dos mercados financeiros a partir de meados da década de 70, quando se alterou radicalmente os traços característicos do capitalismo contemporâneo. Longe de permanecer limitadas somente à esfera financeira, estas mudanças afetaram profundamente as grandes corporações industriais identificadas como os principais *players* na economia mundial. Mostraremos como que para a escola regulacionista, os conceitos de regimes de acumulação *fordista* e *liderado pela finança* podem ser usados para apresentar uma visão geral dos diferentes desenhos assumidos pelo capitalismo.

### 1.3.1 Definições

O ponto de partida da Escola da Regulação é uma crítica aos fundamentos da Teoria Neoclássica, em especial da proposição de que as economias de mercado são auto-reguladas e da interpretação dos desequilíbrios e contradições que marcaram o fim da *Golden Age*.

A Escola da Regulação acredita que os atores econômicos interagem com base numa série de instituições e, sendo assim a análise destas assume grande importância. Com filiação em parte marxista e kaleckiana, esta abordagem teórica tem interesse na compreensão da evolução dinâmica de longo-prazo das economias e defende que o pleno emprego e uma taxa de crescimento estável são exceções, ao invés de regras (BOYER, 2002).

A abordagem regulacionista oferece uma análise do capitalismo e de suas transformações através do exame das condições *ex-post* que atuam para assegurar a viabilidade de um processo de acumulação que, pela sua natureza, está sujeito a instabilidades, contradições e conflitos. A análise histórica mostra que claramente o capitalismo enfrenta períodos de crise esporádicos que, às vezes, vêm acompanhados de um colapso, como aquele observado na economia mundial na década de 70. O que emerge destes episódios e as reações sociais e políticas que eles engendram é uma reconfiguração das relações de competição e da produção que são tão fortes a ponto de promoverem o surgimento de regimes de crescimento que eram tidos como improváveis na configuração anterior. Desta forma, esta teoria parte da compreensão do modo como as transformações das relações sociais criam novas formas econômicas e não-econômicas, organizadas em estruturas que perpetuam uma forma particular de reprodução social<sup>22</sup>. A questão central desta abordagem é a análise da viabilidade de um conjunto de compromissos

---

<sup>22</sup> Nada mais é do que qualquer forma particular de relações sociais que governam a produção e a reprodução das condições materiais necessárias para a vida em sociedade.

institucionalizados<sup>23</sup> quando não há uma razão *a priori* do porquê eles deveriam definir um regime de acumulação estável.

Por conseguinte, uma definição central é a de *regime de acumulação*. Um regime de acumulação, determinado por suas condições institucionais e sua estabilidade dinâmica, visa explicar a forma assumida pela arquitetura institucional que regula o funcionamento e a reprodução sistêmicos. De acordo com Juillard (2002), um regime de acumulação fornece o modelo de crescimento de uma economia num dado momento. Dito de outra forma:

Um regime de acumulação consiste num conjunto de regularidades que garantem um progresso geral e relativamente coerente da acumulação de capital, isto é, que permite a resolução ou o adiamento de distorções e desequilíbrios que surgem ao longo do processo. Estes padrões regulares estão relacionados a:

- i) a evolução da organização da produção e da relação dos trabalhadores com os meios de produção;
- ii) o horizonte de tempo de valorização do capital, que oferece uma base para o desenvolvimento de princípios de gerência;
- iii) a distribuição de valor que permite a reprodução e o desenvolvimento de diferentes classes sociais ou grupos;
- iv) uma composição de demanda social que corresponda às tendências de desenvolvimento da capacidade produtiva;
- v) um modo de articulação com formas econômicas não-capitalistas, quando elas ocupam um lugar central na formação econômica em estudo.

(BOYER E SAILLARD, 2002, p. 334)

De acordo com os regulacionistas no intervalo de tempo em que há o predomínio de um determinado regime de acumulação, este representa a essência do desenvolvimento econômico ao estabelecer quem são os tomadores de decisões (relativas ao investimento na economia), que tipos de investimentos são realizados e como o retorno desses investimentos será distribuído. Todavia, cabe notar que a estabilidade dinâmica de um regime de acumulação normalmente não é prolongada, “pois a progressiva dominação e o aprofundamento de um regime de acumulação acabam criando, com o passar do tempo, uma nova forma de crise estrutural” (BOYER, 1990, p. 72). Assim, a noção de regime de acumulação abrange padrões econômicos e sociais que permitem que ocorra acumulação no longo intervalo entre duas crises estruturais, ou seja, a identificação de padrões regulares

---

<sup>23</sup> O compromisso se origina de uma situação de tensão e conflito entre grupos sócio-econômicos. A institucionalização se refere ao ato de instituir uma forma de organização, criar regras, direitos e obrigações para os credores. Os compromissos institucionalizados impõem as estruturas em relação às quais a população adapta seu comportamento.

não exclui a evolução e a ocorrência de possíveis crises de um determinado regime de acumulação.

Outro conceito importante é o de *modo de regulação*. Trata-se de uma construção que abarca todos os procedimentos e comportamentos coletivos e individuais que reproduzem as relações sociais básicas que se concretizam institucionalmente e que se encontram sujeitas “às formas específicas ditadas pelo regime de acumulação” (FRACALANZA e RAIMUNDO, 2008, p. 4). Deste modo, a Teoria da Regulação considera que os ajustes das decisões de muitos agentes econômicos descentralizados, com racionalidade limitada, ocorrem através da conjunção de procedimentos e comportamentos efetivos de um modo de regulação.

Em ambas as definições supracitadas, observa-se a menção à *arquitetura ou às formas institucionais*. Isso porque, cada regime de acumulação está baseado numa conjunção de cinco formas institucionais que adquirem certa conformação definidora de um modo de regulação, a saber: i) as relações salariais; ii) as formas de competição; iii) o regime monetário; iv) a configuração das relações entre o Estado e a economia; v) as modalidades pelas quais a economia está inserida no sistema de relações internacional. Estas formas institucionais estão relacionadas a configurações específicas das relações sociais num dado momento ou localidade geográfica e definem a origem de padrões sociais e econômicos observados. O projeto da teoria da regulação envolve a descrição dessas formas institucionais e de seus arranjos, bem como a análise de suas transformações permanentes.

As configurações dos *nexos salariais* encerram relações mútuas entre diferentes tipos de organização do trabalho, estilos de vida e maneiras como a força de trabalho se reproduz, que definem os contratos de empregos e sua compatibilidade com o modo de regulação prevalecente. Como resultado, os nexos salariais variam historicamente e geograficamente. De acordo com Boyer e Saillard (2002):

Analicamente falando, há cinco componentes historicamente observáveis nas configurações das relações capital-trabalho: os tipos de meios de produção; as formas como os trabalhadores são atraídos e retidos na firma; os determinantes diretos e indiretos da renda salarial; e, por último, o modo de vida dos

trabalhadores, que está mais ou menos relacionado com a aquisição de *commodities* e o uso de serviços coletivos fora do mercado (p.345).

*As formas de concorrência inter-capitalista* referem-se ao modo como as relações estão organizadas entre um conjunto de centros de acumulação que *a priori* tomam decisões independentemente uns dos outros, ou seja, “como as unidades de acumulação se relacionam entre elas” (HOLLARD, 2002, p.101). A sua identificação inclui o tamanho da firma, as relações entre as empresas envolvidas em diferentes estágios do processo produtivo, o papel do mercado e da organização nos processos de coordenação, relações entre as finanças e a indústria, as relações entre compradores e vendedores no mercado, os tipos de objetos transacionados no mercado, dentre outros aspectos.

*A gestão da moeda e do crédito*, ou seja, o regime monetário consiste na forma específica das relações sociais fundamentais de um dado país, num dado momento, que define a moeda como um meio para se estabelecer relações entre o centro de acumulação, os ganhos salariais e outros assuntos mercantis. A Teoria da Regulação considera a moeda como um componente chave de qualquer estrutura institucional e, deste ponto de vista, sua criação - através da política monetária conduzida pelo Banco Central - e circulação ajudam a determinar o padrão de crescimento de uma economia. Para exemplificar esta importância, basta citar o período do pós-guerra, no qual o crédito foi fundamental tanto para financiar o desenvolvimento das tecnologias de produção em massa, quanto os déficits orçamentários dos Estados Nacionais. Sendo assim, mudanças nos padrões monetários desempenham um papel crucial na transição de um regime de acumulação para outro.

*As formas de Estado Nacional* consistem no grupo de compromissos institucionalizados que uma vez firmados, criam regras e padrões na evolução dos gastos e receitas públicas, bem como na orientação das regulações.

Finalmente, os *métodos de inserção no regime internacional (relações interestatais)* compreendem um conjunto de regras que organizam as relações dos países com o resto do mundo, no tocante ao comércio de produtos e a localização da produção, através de investimentos diretos ou pelo financiamento por intermédio de fluxos de capitais e déficits externos.

### 1.3.2 Características do regime de acumulação atual

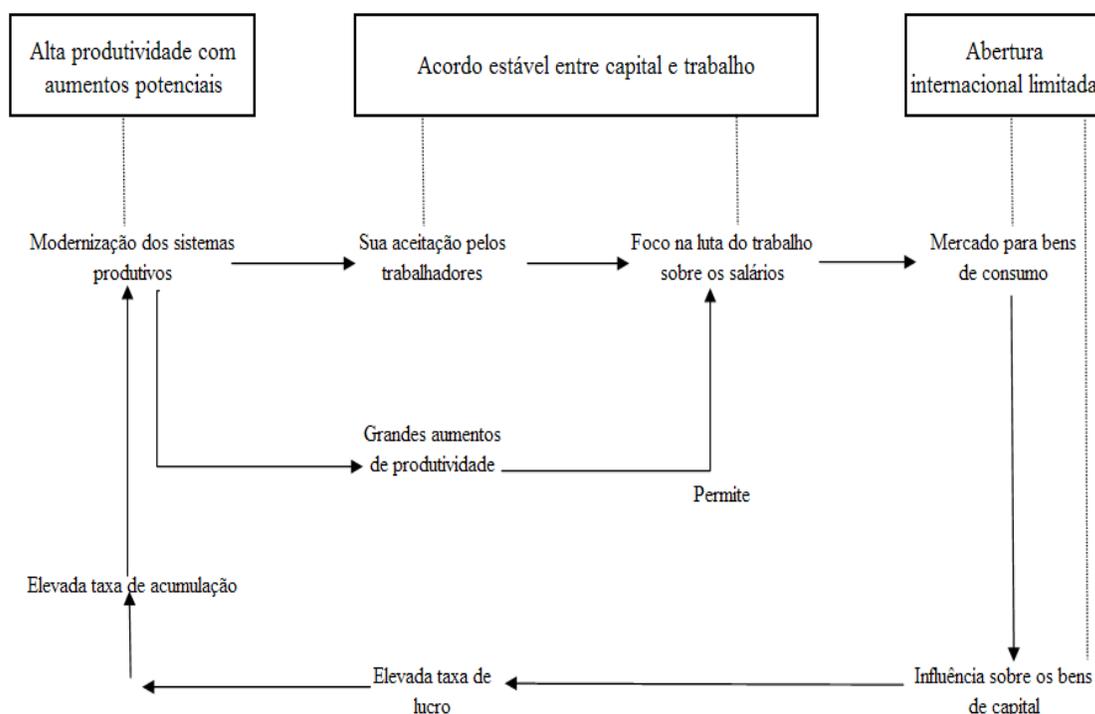
O regime de acumulação contemporâneo surge à época da crise americana do final dos anos 60 e início dos anos 70, quando a queda na produtividade e a aceleração da inflação impulsionaram o desenvolvimento de diversas visões alternativas para superar os problemas que assolavam a economia estadunidense.

Do pós-guerra até o fim dos anos 60 o Fordismo foi o regime de acumulação predominante nas economias industrializadas. Este regime consistia num macrossistema de acumulação intensiva, no qual prevalecia uma conexão virtuosa fortemente apoiada na produção e no consumo em massa sustentado pelos ganhos de produtividade. Neste esquema, os salários reais e a massa salarial cresciam proporcionalmente à produtividade aparente do trabalho e assim garantiam a demanda por bens de consumo e bens de capital. Portanto, no Fordismo sobressai à atuação da classe capitalista que “procura gerir a reprodução da força de trabalho assalariada por uma estreita articulação entre as relações de produção e as relações mercantis pelas quais os assalariados compram seus meios de consumo” (VEIGA, 1997, p. 64-5).

Uma análise mais pormenorizada do Fordismo, representado na Figura 1, ajuda no reconhecimento de pelo menos três características centrais desse regime. Primeiramente, no tocante às *relações salariais*, verifica-se um impulso à divisão do trabalho em tarefas cada vez mais distintas, a mecanização dos processos de produção e a completa separação entre concepção e produção. Cumpre observar que no modo de regulação Fordista, os empregados obtinham parcelas institucionalizadas de ganhos de produtividade, porquanto o aumento do poder dos sindicatos permitia negociações de acordos de barganha coletiva em companhias ou setores tipicamente fordistas, como era o caso da indústria automobilística. Além disso, outras formas institucionais compatíveis se faziam presentes, como um cenário de *competição oligopolista*, um *regime monetário baseado no crédito* e um circuito de acumulação operando dentro do espaço nacional, sem qualquer tipo de restrição indevida resultante do *modo de inserção internacional*, ou seja, a acumulação intensiva é determinada pela produção voltada para o mercado doméstico juntamente com o consumo interno. Cabe notar que a figura elaborada por Boyer (2000a) é uma

representação sucinta do regime de acumulação fordista e, por esta razão, justifica-se a ausência de alguns elementos explicativos do Fordismo, como é o caso das relações interestatais.

**Figura 1: O crescimento virtuoso Fordista e suas três condições institucionais**



Fonte: Boyer, 2000.

Embora já tenhamos examinado os principais fatores que contribuíram para a crise dos anos 70, alguns teóricos regulacionistas fornecem algumas interpretações interessantes acerca do esgotamento do ciclo expansivo da Era de Ouro que deu origem a um novo regime de acumulação. Segundo Juillard (2002), a exaustão do Fordismo se deve à queda na produtividade do trabalho, que por sua vez afeta o movimento ascendente dos salários reais e a produção e demanda em massa. Diferentemente, na leitura de Aglietta (1976 *apud* Boyer e Juillard, 2002) a crise do Fordismo tem sua origem na acelerada obsolescência do capital que teria levado ao aumento da inflação e ao eventual bloqueio da acumulação em termos reais. Nesta interpretação “a crise estrutural fordista estava expressa através da inflação, que causava a desestabilização das relações entre a competição oligopolista e o regime monetário” (p.240).

Um contexto de crise abre espaço para o aparecimento de visões alternativas voltadas para a superação dos problemas que atingem uma economia. Desta forma, o declínio do regime fordista abriu espaço para que, gradualmente, adviessem novos princípios de ajuste da economia que culminaram no surgimento de um novo regime de acumulação. No artigo intitulado *O regime de acumulação liderado pela finança é uma alternativa viável ao Fordismo? Uma análise preliminar*, Aglietta (2000) apresenta as alternativas mais ventiladas na ocasião da crise do Fordismo. Dentre elas encontram-se o regime toyotista e o do Crescimento Liderado pelas Finanças<sup>24</sup>. Vimos na seção anterior que na época da crise, a adoção de políticas liberalizantes permitiu que os mercados financeiros conquistassem uma posição privilegiada de modo que o “capital de aplicação financeira” passou a exercer “um peso significativo sobre o nível e a orientação do investimento, bem como na configuração da distribuição da renda” (CHESNAIS, 2002, p.2). Assim, bem diferente do Fordismo, o regime de acumulação liderado pela finança que o sucedera não era identificado por sua forma de organização tecno-industrial, mas sim pela extrema importância assumida pelas finanças.

Um dos traços distintivos deste novo regime é que na maior parte dos países as autoridades públicas diminuíram seus compromissos na realização de investimentos importantes do ponto de vista estrutural. Convém rememorar que até a crise da Era de Ouro, os Estados de Bem-Estar tinham como prioridade a luta pela obtenção do pleno-emprego. Contudo, no contexto da crescente internacionalização das economias, com os correlatos fenômenos da globalização produtiva, comercial e financeira, os Estados Nacionais vêem-se crescentemente constrangidos em suas atuações. Não menos importante, os orçamentos públicos foram alvo de fortes pressões exercidas pelos mercados financeiros que pretendiam a racionalização do gasto público<sup>25</sup>. Com o recuo dos Estados de Bem-Estar, a decisão de investir passou a estar cada vez mais sob o controle dos capitais privados. Isso também se aplica às decisões de gastos internos às empresas e aqueles voltados à pesquisa e desenvolvimento.

---

<sup>24</sup> Para saber mais sobre as alternativas que surgiram à época da crise fordista, ver a discussão detalhada feita por Aglietta (2000).

<sup>25</sup> Sob o domínio das finanças, os gastos do governo se tornaram fortemente sensíveis às taxas de juros observadas nos títulos públicos.

Outra mudança importante está relacionada aos efeitos e ao alcance da política monetária. De acordo com Boyer (2000a), num ambiente fortemente financeirizado e internacionalizado, sua função vai além de garantir a melhor combinação de políticas entre crescimento e inflação. Isso porque com a abertura comercial e financeira houve um aumento da exposição dos principais países à concorrência externa, fato que facilitou o controle inflacionário. Como consequência, de um modo geral, a grande preocupação das autoridades monetárias passou a ser a defesa da estabilidade dos mercados financeiros. Aqui, é preciso lembrar que na década de 70 o sistema de câmbio fixo de Bretton Woods foi abandonado e os países centrais caminharam na direção de um sistema de taxas de câmbio flutuantes<sup>26</sup>. De acordo com Belluzzo (2005):

As flutuações cambiais pronunciadas exacerbaram o papel das expectativas de valorização/desvalorização das moedas na avaliação dos diferentes ativos. Para os países de moeda conversível, sobretudo para o gestor da moeda central, a política monetária – encarnada num regime de metas de inflação ou algo similar – tornou-se, de fato, um instrumento eficaz de estabilização do nível geral de preços. Mas, ao mesmo tempo em que as taxas de inflação de bens e serviços produzidos retrocediam, ampliavam-se as possibilidades de ocorrência de “bolhas” nos mercados de crédito, suscitando “inflação” de ativos e ampliando o risco de recorrentes crises sistêmicas (p.10-11).

A ascensão das finanças sobre as relações monetárias internacionais alterou a base sobre a qual os governos mantinham a estabilidade internacional de suas próprias moedas: antes a estabilidade monetária de uma economia guardava relação estreita tanto com sua balança comercial, quanto com a atitude do Fundo Monetário Internacional (atuando como fonte de liquidez de emergência) e dos bancos centrais dos principais países capitalistas *vis-à-vis* os governos das nações que apresentavam déficits na balança de pagamentos, ao passo que numa economia financeirizada “a base efetiva de estabilidade da sua moeda veio a depender de outro fator: a capacidade do país de obter crédito em mercados financeiros internacionais privados” (GOWAN, 2003, pp.50-51).

No tocante às firmas, o surgimento deste novo regime de acumulação liderado pelas finanças resultou numa especulação de curto prazo em detrimento do desenvolvimento industrial de longo prazo, uma tendência que foi reforçada “pelo aumento na volatilidade

---

<sup>26</sup> Tratava-se, na visão de muitos, de escapar das aporias da “trindade impossível”, ou seja, da convivência entre taxas fixas, mobilidade de capitais e autonomia da política monetária doméstica.

dos preços no mercado financeiro e pelas inovações no sistema de crédito, como os derivativos” (GUTTMANN, 2002, p.62). Já no campo das relações internacionais, as distorções no balanço de pagamentos provocadas pela mobilidade de capital, comprometeram a ordem do regime de câmbio fixo (ajustável) de Bretton Woods que foi abandonado no início dos anos 70 com a supressão da conversibilidade oficial do dólar em ouro.

Esta nova concepção de gestão corporativa introduzida pelo novo regime de acumulação, também alterou significativamente a natureza das relações de emprego. Enquanto no Fordismo os nexos salariais eram tidos como condições centrais para a viabilidade de longo prazo do regime de acumulação à medida que este se encontrava apoiado na inserção vitalícia dos trabalhadores nas sociedades capitalistas, no regime de acumulação liderado pelas finanças observou-se uma crescente flexibilização das leis trabalhistas (refletida no uso de novos modos de contrato de emprego), um desgaste da estabilidade do emprego com o conseqüente aumento da insegurança para uma grande parcela de trabalhadores (incluindo profissionais qualificados)<sup>27</sup>, uma grande disparidade nas formas de remuneração e a piora nas condições de trabalho – representada por diferentes maneiras de exteriorização da mão de obra, como a sub-contratação que será discutida no próximo capítulo. Neste regime financeirizado também houve um recuo progressivo das atividades sindicais. O grande volume de fusões e aquisições que fez parte da reestruturação corporativa dos anos 80<sup>28</sup>, conjuntamente ao fortalecimento do poder dos investidores institucionais, além de favorecerem o fechamento dos sindicatos, não deixaram espaço para práticas de defesa dos interesses coletivos dos trabalhadores. Assim, o aumento na diversidade de interesses entre os assalariados e a gestão cada vez mais individualizada das remunerações nas firmas, contribuem para reduzir a capacidade de proteção atribuída aos sindicatos. De acordo com Chesnais e Sauviat (2005b):

Considerando a segmentação cada vez maior dos mercados de trabalho de acordo com as categorias profissionais, a diversidade das relações salariais e as relações de emprego, bem como a crescente desigualdade dos rendimentos, os

---

<sup>27</sup> De acordo com Flingstein e Shin (2003) três fatores concorrem para explicar o aumento da insegurança do emprego, são eles: a redução na antiguidade no emprego, o aumento involuntário do trabalho temporário e a deterioração da cobertura social assegurada aos trabalhadores.

<sup>28</sup> Este assunto será detalhado na seção 2.3.3.

sindicatos são confrontados com a fragmentação da unidade entre assalariados e, conseqüentemente, com a diminuição da sua capacidade de representação (p.249).

Todas essas transformações são justificadas pelo desmantelamento dos nexos salariais tipicamente fordistas, em que a elevação do salário real e do emprego público eram tidas como condições basilares para a sustentação da demanda efetiva em níveis elevados e crescentes. Assim, diante do poder assumido pelas finanças, salta aos olhos o antagonismo revelado entre capital e trabalho.

Chesnais e Sauviat (2005b) assinalam que no atual regime de acumulação a massa salarial reassumiu o papel de variável de ajuste do equilíbrio macroeconômico, já que a “busca desenfreada pela rentabilidade, sob pressão coletiva dos atores da globalização financeira (...), leva as empresas a transferirem o risco cíclico das atividades dos acionistas (o lucro) para os salários (massa salarial)” (p.225), ou seja, aparentemente o Estado foi substituído pelos mercados financeiros no que se refere ao papel de coordenar e orientar as atividades econômicas. Neste sentido Lordon (*apud* Chesnais, 2002) sugere que houve uma tentativa de impor ao fator trabalho um equivalente da propriedade de liquidez, sendo que esta se tornou paradigmática “a liquidez é um paradigma do *exit*. A flexibilização salarial não é outra coisa senão a aplicação no fator trabalho desta busca obsessiva da reversibilidade” (p.26).

Mas esta transformação é mais profunda do que isso e não afeta somente o volume, a direção e o modo de financiar os investimentos. Com a onda de privatizações, o controle das corporações não passou às mãos apenas de grupos privados, mas também de gerentes subjugados aos novos critérios de governança, elaborados para atender os interesses dos acionistas, sobretudo, da valorização dos portfólios dos investidores institucionais. Os gerentes são forçados a rever a maioria de suas técnicas administrativas, caso elas estejam relacionadas a respostas aos ciclos econômicos, grau de especialização ou mesmo com a natureza do compromisso capital-trabalho. Todos estes elementos têm que ser recalibrados para dar conta das necessidades dos acionistas quanto ao nível e a estabilidade da taxa de retorno. Com base na total liberdade de ingresso e saída do capital das corporações possibilitada pela liquidez no mercado de ações, as instituições financeiras adquiriram uma influência sem precedentes, obtida sob a ameaça de um *Wall Street walk* (CHESNAIS E



regimes de acumulação e modos de regulação são afetados por uma série de desequilíbrios e conflitos que eventualmente os desestabilizam. Nas palavras de Boyer (1990):

Todo regime de acumulação caracteriza-se pela forma específica assumida pelos desequilíbrios econômicos e pelos conflitos sociais. Por esta razão, as crises em sua origem não são simples desajustamentos funcionais, mas a própria expressão dos efeitos da estrutura sobre os fenômenos conjunturais (p.85).

É por isso que Boyer (2002) afirma que a relevância da teoria não deriva da análise de regimes estáveis, mas sim da sua capacidade de detectar e antecipar prováveis fontes de crise. Numa leitura marxista, a questão é observar em que medida o atual regime de acumulação é capaz de superar os limites imanentes ao modo de produção capitalista, visto que suas contradições e limites fundamentais “serão reafirmados mais cedo ou mais tarde, e a eles se adicionarão as contradições próprias de um dado regime de acumulação” (CHESNAIS, 2002, p.14).

Diferentemente, Fracalanza e Raimundo (2008) trazem uma outra perspectiva sobre o debate da estabilidade do atual regime de acumulação. Para estes autores o regime de acumulação liderado pelas finanças é estável, ao contrário do que propõe Chesnais, na medida em que ele “dispensa a elevação do salário real e do emprego público como fator de sustentação da demanda efetiva” e instaura uma nova dinâmica geradora de crescimento e ciclos que se baseia “no circuito da valorização financeira e sobretudo fictícia do capital”, ou seja, a estabilidade dinâmica deste novo sistema estaria, portanto, amparada “nas formas mais abstratas de riqueza” (p.9).

## **Conclusão**

Foi visto que o triunfo da indústria americana na Segunda Revolução Industrial baseou-se na separação da propriedade da firma e do controle gerencial. No entanto, a perspectiva de expansão promovida por esta nova forma de propriedade acabou trazendo novos problemas e novas demandas para todos os níveis administrativos. Tais necessidades exigiram o planejamento e a reformulação do desenho usado para administrar os recursos, velhos e novos, disponíveis para a empresa. Deste modo, a partir dos anos 60, ocorreu um remodelamento das estratégias de crescimento, da organização interna da empresas gerenciais, das relações entre as firmas individuais e entre proprietários e gerentes. Nesta

linha, o acirramento da competição nos anos 60 pode ser vista como um momento decisivo na evolução da firma gerencial.

Por fim, apresentamos o tratamento fornecido pelo programa de pesquisa regulacionista para analisar as mudanças que o novo regime de acumulação empreendeu nas corporações. Vimos seus principais conceitos e como a arquitetura institucional determina a estabilidade e a crise de um regime de acumulação.

## CAPÍTULO 2 – As corporações na lógica do *shareholder value*

*“O termo ‘mercado’ é a palavra que serve hoje para designar pudicamente a propriedade privada dos meios de produção; a posse de ativos patrimoniais que comandam a apropriação sobre uma grande escala de riquezas criadas por outrem; uma economia explicitamente orientada para os objetivos únicos de rentabilidade e de competitividade e nas quais somente as demandas monetárias solventes são reconhecidas” (CHESNAIS, 2000, p.7).*

### **Introdução**

Desde meados dos anos 1960 e sobretudo em 1970, o princípio de “reter e reinvestir” que era comum nas corporações americanas passou a sofrer questionamentos pelas seguintes razões: a primeira tinha a ver com o crescimento das corporações e a outra estava relacionada ao surgimento de novos competidores. Como consequência do crescimento interno e das fusões e aquisições, as corporações se tornaram muito grandes, com inúmeras divisões em diversos tipos diferentes de negócios.

A expansão vertiginosa das corporações americanas ocorreu durante a década de 1960 e acabou ocasionando um fraco desempenho corporativo nos anos 1970, resultado este que foi agravado, como visto no Capítulo 1, pela instabilidade macroeconômica e pelo surgimento de novos competidores internacionais, especialmente do Japão. Na leitura dos teóricos da agência e, por conseguinte, dos defensores da lógica da maximização do valor do acionista, o grande problema da lógica do “reter e reinvestir” foi que o acirramento da concorrência inter-capitalista acabou resultando num excesso de capacidade na indústria norte-americana. De acordo com Jensen (1993), o excesso de capacidade pode surgir em decorrência, dentre outras causas, do surgimento de muitos competidores que simultaneamente se lançam para implementar novas tecnologias altamente produtivas sem considerar se os efeitos agregados de tal investimento resultará num aumento de capacidade que pode ser sustentado pela demanda final no mercado de produto.

Ademais, a magnitude e a extensão alcançadas pelas corporações estadunidenses colaboraram para acelerar a segmentação estratégica dos altos executivos nas suas organizações. Ao mesmo tempo, as capacidades inovadoras dos competidores internacionais acabaram elevando a dificuldade em se manter os níveis de emprego, a

menos que o potencial produtivo da maioria destes empregados pudesse ser transformado radicalmente. Sob estas condições, os gerentes das corporações americanas se defrontaram com o seguinte *trade-off* estratégico: eles deveriam encontrar novas formas de gerar ganhos de produtividade com base na lógica do “reter e reinvestir”, ou deveriam se conformar ao novo ambiente competitivo por intermédio do *downsizing* corporativo? É neste contexto que a perspectiva a favor da criação de valor para o acionista surge para desafiar o controle gerencial sobre os recursos e ganhos corporativos nos Estados Unidos. Portanto, neste ambiente de grandes mudanças institucionais o debate sobre governança corporativa ganhou novo fôlego. A orientação dos estudiosos das finanças corporativas era de que o mercado deveria fornecer o principal mecanismo para controlar os gerentes nas grandes corporações.

Neste sentido, no artigo de 1989 *O Eclipse da Corporação de Capital Aberto*, Michael Jensen defende com veemência as novas formas organizacionais que substituíram o modelo de governança prevalecente nas grandes empresas em boa parte do século XX. Isto porque, de acordo com este autor e teórico da Agência, as corporações financeiras “resolvem o problema da fraqueza central da corporação de capital aberto – o conflito entre proprietários e gerentes sobre o controle e o uso dos recursos corporativos” (p.441), ou em outras palavras, no novo modelo de governança corporativa são desfeitos os problemas de agência acerca da liberação/ distribuição do fluxo de caixa livre<sup>30</sup>. Com o novo modelo de gestão empresarial, as firmas deixariam de ser ineficientes ao promover um modelo de boa gerência e ao impedir os grandes desperdícios de recursos que eram comuns às corporações no final dos anos sessenta e início dos setenta, de modo que “as forças por trás do declínio das empresas abertas diferem de setor para setor. Mas seu declínio é real, permanente e altamente produtivo” (p.443).

Com base na análise desenvolvida no capítulo 1, sabe-se que a articulação de diversas forças de ordem tecnológica, política, regulatória e econômica deram origem a um novo ambiente de concorrência internacional. Nas palavras de Jensen (1993) a abrangência de tais transformações define o que ele chamou de “revolução industrial moderna”, pois

---

<sup>30</sup> O princípio do fluxo de caixa livre é um conceito central da lógica da maximização do valor do acionista e será discutido com mais detalhes adiante, ainda neste capítulo.

permitiu a redução dos custos de produção, o aumento da produtividade média do trabalho, a diminuição do excesso de capacidade e favoreceu o *downsizing*. Cabe considerar o importante papel desempenhado pelos mercados de capitais, ao eliminar o excesso de capacidade durante a reestruturação corporativa nos anos 80. Portanto, o foco atual sobre o valor do acionista é consequência das inúmeras mudanças institucionais descritas no capítulo anterior que atingiram profundamente e com grande rapidez os mercados de capitais, em especial desde os anos 70 e que foi reforçada nos anos 80 e 90 com a ampla ocorrência de ofertas hostis e o uso crescente de índices para medir o desempenho corporativo. Em suma, a primazia do acionista é o resultado de mudanças institucionais complexas, da emergência de novas formas de regulação e de transformações na cultura corporativa.

Considerando as mudanças na governança corporativa ocorridas nas últimas três décadas, apresentaremos a seguir a Teoria da Agência que serve como suporte teórico à ideologia da maximização do valor acionista. O objetivo central desta teoria é discutir a questão da separação entre propriedade e controle na firma, com ênfase nas possibilidades de alinhamento de interesses de gerentes e acionistas e na solução de problemas relativos ao desempenho empresarial da sociedade anônima. Sendo assim, o presente capítulo se dedica a analisar detalhadamente a forma de gestão e controle orientada a promover a maximização do valor do acionista e que prevalece na firma capitalista contemporânea. Na seção seguinte será exposta a referida abordagem teórica, empregando atenção especial à caracterização da relação de agência, aos custos decorrentes desta e à natureza da firma. Em seguida, será apresentado o paradigma da maximização do valor do acionista, com destaque ao princípio que orienta esta lógica, o fluxo de caixa livre e às fases de implantação deste novo modelo de governança corporativa marcado pela onda de *takeovers* e aquisições alavancadas. O capítulo se encerra com uma seção destinada a analisar a importância dos investidores institucionais e das tecnologias de informação e comunicação para a pervasidade<sup>31</sup> alcançada pela perspectiva voltada à maximização do valor do acionista.

---

<sup>31</sup> Embora o adjetivo *pervasive* em inglês não encontre tradução registrada nos dicionários da língua portuguesa, diversos textos em português utilizam este termo que deve ser entendido como algo penetrante, difundido e universal.

## 2.1 A relação agente-principal e os custos de agência

Uma aplicação importante da Teoria da Agência consiste na análise da forma de organização das sociedades anônimas, nas quais os problemas de governança emergem em função da separação da propriedade e controle da firma. Sob este aspecto, a teoria se preocupa em estudar uma fonte de fricção típica das relações econômicas que surge quando uma das partes contratantes delega funções à outra, sendo que estas atribuições envolvem a tomada de decisões e, deste modo, acaba implicando uma concessão de autoridade. Neste caso, tem-se de um lado o *principal*, que contrata outra pessoa e o *agente*, que tem por fim a execução de uma determinada tarefa. Considerando que ambas as partes maximizem sua utilidade “existem boas razões para pensar que o agente não atuará sempre no melhor proveito do principal” (JENSEN E MECKLING, 1976, p.265).

Nas sociedades anônimas, a entrega do controle da riqueza por parte dos investidores rompeu decididamente com as antigas relações de propriedade e envolveu a redefinição dessas relações, ou seja, o sistema acionário trouxe como consequência uma redivisão das funções antes atribuídas à propriedade. De acordo com Berle e Means (1932) as firmas passaram a ter dois novos atores, os proprietários sem um controle considerável e os detentores de controle sem propriedade apreciável. Logo, torna-se necessário investigar quais são as relações entre eles e como essas relações podem afetar o funcionamento da empresa.

Na visão dos teóricos da Agência a posição do principal é assumida pelos acionistas e demais proprietários da empresa, ou seja, aqueles que desejam na maioria das vezes o retorno sobre o seu capital investido. Ao passo que os agentes são os responsáveis pela tomada de decisões – os diretores e os gerentes - cujas ações não são fáceis de serem observadas pelos principais<sup>32</sup> e que afetam tanto o seu bem-estar, como também o do principal. Os gerentes são concebidos como indivíduos auto-interessados que têm incentivos para expandir as firmas além do tamanho que maximiza a riqueza do acionista, uma vez que o crescimento das empresas aumenta o seu poder ao elevar a quantia de recursos sob seu controle. Com isso, depreende-se que o entendimento do arranjo do

---

<sup>32</sup> Isto ocorre em função da assimetria de informações, que será assunto mais adiante.

controle corporativo é condição *sine qua non* para compreender como os lucros devem ser divididos, ou seja, como se dá a barganha *ex-post*<sup>33</sup>.

Deste modo temos que uma relação agente-principal se caracteriza pelo estabelecimento de contratos que “não são gratuitamente escritos e obedecidos” (FAMA e JENSEN, 1983a, p. 304) e pela assimetria de informações, em que umas das partes envolvidas na transação detêm certas informações que não podem ser adquiridas pela outra parte sem que esta incorra em custos. Vale mencionar que, ao adotar a hipótese de informação imperfeita, a Teoria da Agência apresenta uma evolução *vis-à-vis* a teoria microeconômica tradicional, que admitia o pressuposto de informação perfeita.

Dada a natureza da relação agente-principal, os indivíduos envolvidos na transação devem se preocupar em adotar sistemas de incentivos com o propósito de minimizar as prováveis divergências que aparecerão em decorrência da separação entre a propriedade e o controle da firma. Neste sentido, a literatura do agente-principal exerce uma forte influência nos debates de governança corporativa e “volta-se para a análise de como um indivíduo (o principal) estabelece um sistema de compensação (contrato) que motive outro indivíduo (o agente) a agir de acordo com o interesse do principal” (SIFFERT FILHO, 1996, p. 28). É assim que surgem os custos de elaboração e monitoramento dos contratos, que são os custos de agência.

No artigo de 1976, Jensen e Meckling afirmam que de um modo geral, é impossível para o principal ou para o agente garantir que a otimização dos interesses do principal ocorra sem custos. Assim, os custos de agência surgem em todas as situações em que haja a necessidade de um esforço cooperativo entre as partes envolvidas, ainda que não exista uma delimitação precisa da relação agente-principal. É claro, portanto, que numa situação em que a propriedade e a direção da firma estão nas mãos de um indivíduo, este tomará as decisões que maximizam a sua utilidade. Dito de outra forma, a teoria do agente-principal postula que, dado o fato de que as pessoas são auto-interessadas, sempre surgirão conflitos de interesses e, estes causam problemas e, portanto, perdas às partes envolvidas. Estas, por

---

<sup>33</sup> Baseando-se na distinção feita por Williamson (1985), entre a diferença contratual das transações padronizadas e customizadas, Zingales (1998) define um sistema de governança como um conjunto complexo de limites que determinam a barganha *ex-post* sobre as quase-rendas geradas no curso da relação.

sua vez, têm uma forte motivação para minimizar os custos de agência daí derivados. Este “princípio de conservação de valor” (JENSEN, 1994) é a força motriz que estimula tanto o agente quanto o principal a minimizarem o montante de custos incorridos na escrita e aplicação de contratos (implícitos e explícitos) através de monitoramento e garantias.

Na busca para reduzir as discordâncias entre seus interesses e os do agente, cabe ao principal instituir uma rede de incentivos adequados a fim de estabelecer o alinhamento de interesses entre ambas as partes. Não obstante, normalmente, para que o principal assegure que o agente irá otimizar as decisões do seu ponto de vista, ele estará sujeito a custos. Conforme Jensen e Meckling (1976):

Na maior parte das relações de agência, o principal e o agente incorreriam em custos de monitoramento e de garantia de fidelidade (tanto pecuniários ou não), e assim existiriam divergências entre as decisões do agente e aquelas outras que maximizariam a riqueza do principal (p. 265-6) <sup>34</sup>.

Além dos custos de monitoramento do principal e da garantia de fidelidade do agente como, por exemplo, para mostrar ao principal que seus atos serão em benefício do mesmo, há ainda outra espécie de custo, que também é considerado um custo de agência. Trata-se da perda residual que se refere ao equivalente em moeda da perda de bem-estar sofrida pelo principal em função das atitudes tomadas pelos agentes que divergem daquelas decisões que maximizariam o bem-estar do principal.

O esforço para minimizar os custos de agência envolve o uso de incentivos contratuais à cooperação, que incluem compensações monetárias como as *stock options* e a distribuição de parcelas de propriedade e mecanismos de desincentivo à não cooperação, como são os *golden parachutes*, *poison pills*, dentre outros<sup>35</sup>. Contudo, Jensen e Murphy (1990) destacam a existência de inúmeros problemas relativos a tais compensações. Para estes autores, o pagamento excessivo não é o maior deles, mais sim, quais são os incentivos que melhor alinham os interesses dos executivos e dos acionistas, ou seja, a questão é que uma vez que é dado muito destaque ao *quanto* é pago aos CEOs, isto desvia a atenção

---

<sup>34</sup> “Supondo que as atividades de monitoramento e de restrição do principal e do agente são ótimas” (Jensen e Meckling, 1976, p. 266).

<sup>35</sup> Estes mecanismos serão estudados com detalhe na subseção 2.3.3.2.

pública do verdadeiro problema, a saber, *como* os CEOs são pagos. Neste sentido, é importante ressaltar que na maioria das corporações a compensação dos altos executivos independe do seu desempenho.

Outro aspecto importante no que tange os custos de agência é que estes diferem entre as firmas. Isto porque a magnitude desses custos depende, dentre outros fatores: i) da facilidade com que os gerentes podem exercer suas preferências em contraposição a maximização de valor nos processos de tomada de decisão; ii) dos custos de mensuração do desempenho do agente; iii) da atividade do mercado de gerentes, pois a competência de outros gerentes limita o custo de obtenção de serviços gerenciais; e iv) da atuação do mercado de capitais, uma vez que os proprietários sempre têm a possibilidade de vender suas participações na busca por ativos mais rentáveis.

### **2.1.1 Hipóteses comportamentais**

Depreende-se da discussão feita até aqui que nas corporações os principais são aqueles que não estão envolvidos diretamente no curso da organização. Em contrapartida, os gerentes-executivos tendem a ser muito mais bem informados e, assim, podem agir de acordo com seu próprio interesse em detrimento dos interesses dos principais. A separação da propriedade e do controle tem o poder de criar elevados custos de informação e organização, e, portanto, abre espaço para a ocorrência de ações oportunistas. Nesse sentido, além do problema da assimetria de informação, tem-se que a relação agente-principal está associada a duas hipóteses comportamentais: o oportunismo e a racionalidade limitada.

O ponto de partida para o entendimento do referido problema é que os acionistas – e os pequenos investidores, em particular – não têm incentivos suficientes para incorrerem nos elevados custos de informação necessários para verificar se os gerentes estão agindo com responsabilidade de acordo com os interesses dos principais. Sendo assim, as relações de agência têm um atributo importante: nas transações alguns indivíduos podem fazer uso de informações privilegiadas em seu próprio benefício, às expensas das demais partes.

No caso de haver oportunismo do agente, este pode agir de forma maliciosa em busca de seu interesse particular, negligenciando o interesse do principal, ou seja, “preferindo uma vida tranqüila, ao invés de assumir riscos e tomar decisões de modo eficaz, o que provavelmente poderia elevar os lucros ganhos pelo principal” (KASPER e STREIT, 2000, p.271). Por exemplo, os agentes podem criar posições subordinadas desnecessárias para justificar sua promoção para uma posição de supervisor, ou podem tolerar custos evitáveis, mesmo sabendo que estas despesas não servem aos propósitos últimos da organização. Assim, o oportunismo ou risco moral, reflete uma tendência inerente a uma sociedade individualista, na qual os gerentes (como agentes) usam sua posição como o responsável por alocar os recursos, na busca de seus próprios interesses e não necessariamente no interesse dos principais da firma. Desse modo, os gerentes podem destinar os recursos corporativos para construir seus próprios impérios pessoais não levando em conta se os investimentos por eles realizados e se as pessoas por eles empregadas criam valor para a firma. Algumas formas de oportunismo dos agentes são ilegais como, por exemplo, a fraude. Em todos os casos, pode ser difícil e custoso para os proprietários deter e provar tais ações oportunistas.

O oportunismo gerencial, seja na forma de expropriação dos investidores ou na má alocação dos fundos da companhia, reduz a quantidade de recursos que os investidores estão dispostos a oferecer *ex-ante* para financiar a firma. É matéria da governança corporativa lidar com os limites que os gerentes se impõem, ou que os investidores estabelecem aos gerentes, para reduzir a má alocação de recursos *ex-post* e, assim, induzir os investidores a fornecerem mais fundos *ex-ante*. Cumpre notar que esta é uma hipótese central da Teoria da Agência que terá importantes desdobramentos para a lógica da maximização do valor do acionista, isso porque é a partir desta questão a respeito da ação do oportunismo sobre a alocação dos recursos que se torna possível compreender a importância dos mercados de capitais profundos e líquidos<sup>36</sup>.

---

<sup>36</sup> De acordo com Belluzzo (1997), os mercados de capitais profundos consistem em “mercados secundários de grande porte que garantem elevado grau de ‘negociabilidade’ aos papéis de distintas características, denominações monetárias e prazos de maturação”, já a liquidez dos mercados tem a ver com a “relativa facilidade de entrada e saída das posições assumidas” (p.176).

Já o outro atributo comportamental adotado, a racionalidade ilimitada, refere-se ao fato de que os indivíduos conseguem assimilar *toda* a informação disponível e, então “agir de modo a maximizar seu objetivo, seja utilidade, lucro, receita ou qualquer outro similar” (AZEVEDO, 1996, p. 41). A adoção deste pressuposto faz com que seja plenamente possível analisar todas as circunstâncias acerca de uma determinada transação econômica sem restrições da capacidade de processamento de informações dos indivíduos, bem como prevê-las<sup>37</sup>. Com isso, os custos relevantes que emergem quando da realização de uma transação, são identificados *ex-ante*.

### 2.1.2 A firma como um Nexo de Contratos

A Teoria da Agência adota um conceito de firma em que esta é tida como um nexo de contratos. Esta abordagem tem origem no artigo *Produção, Custos de Informação e Organização Econômica* de Alchian e Demsetz<sup>38</sup> (1972), tendo sido mais tarde desenvolvida e aprofundada por teóricos da Agência. Nesta perspectiva, Jensen e Meckling (1976) afirmam que a maioria das empresas é uma ficção legal, ou seja, “uma estrutura artificial sujeita à lei, que permite que determinadas organizações sejam tratadas como indivíduos” (p. 268). Com isso, as firmas servem como um marco para estabelecer relações contratuais entre os indivíduos. No entanto, uma corporação não é apenas uma forma de ficção que serve como uma referência para as relações contratuais, elas também abarcam questões relativas à existência de direitos residuais divisíveis sobre os ativos. A natureza dos direitos residuais e a alocação das diferentes etapas dos processos decisórios entre os agentes são características especificadas contratualmente que guardam, por sua vez, uma relação estrita com a questão da separação entre o controle e a propriedade da firma. Fama e Jensen (1983a,b) tratam deste assunto como uma distinção das funções de detentores de direitos residuais (*risk-bearing*) e tomadores de decisões dentro da firma.

---

<sup>37</sup> Cabe uma importante observação a respeito da impressão comumente errônea de que a incerteza implica limitação de racionalidade. De acordo com Azevedo (1996), a referida confusão tem origem possivelmente no fato de que “quanto maior a incerteza, maior o número de contingências futuras e, portanto, mais complexa é a elaboração de um conjunto de contratos contingentes, deste modo este autor afirma que “a incerteza torna o problema da racionalidade mais evidente” (pp.43-44).

<sup>38</sup> Alchian e Demsetz são os precursores da chamada Economia dos Direitos de Propriedade. Dentro deste escopo teórico, são incluídas questões como produção em equipe, a organização de equipes, a dificuldade de medir produções e o problema da indolência no trabalho.

Os detentores de direitos residuais também chamados de tomadores de risco residual ou *residual claimants* são aqueles que se apoderam de um fluxo de rendimentos que é gerado pela diferença entre as receitas das organizações e os pagamentos contratualmente fixados para outros agentes, ou seja, na prática os *residual claimants* são os acionistas das corporações. Estes agentes estão sujeitos a um risco, pois enquanto os fluxos de receitas da firma não são definidos *ex-ante*, os pagamentos dos demais *stakeholders* são pré-determinados.

Os problemas de agência existentes entre os tomadores de decisões e os detentores de direitos residuais são controlados por uma variedade de mercados especiais e mecanismos organizacionais, dos quais merecem destaque: o mercado acionário e o de controle corporativo. Enquanto o primeiro funciona como um mecanismo externo de monitoramento, em que os preços das ações acabam sinalizando quais as implicações das decisões internas da firma sobre os fluxos de receitas correntes e futuros – assumindo, vale notar, o pressuposto de que este mercado funciona perfeitamente, punindo prontamente as empresas mal gerenciadas com reduções nos preços das suas ações - o segundo constitui num tipo de monitoramento externo que permite outros gerentes superarem os atuais executivos e o Conselho Administrativo, de modo a ganhar o controle sobre o processo de decisão da corporação.

O *takeover* foi uma prática do mercado de controle corporativo muito utilizada na década de 1980 e naquele contexto, as condições políticas e econômicas, incluindo o relaxamento das restrições impostas pelas leis antitruste, o recuo dos recursos industriais que cresciam mais devagar ou que estavam se contraindo e a desregulamentação nos serviços financeiros e nos setores de petróleo e gás e transporte, geraram um ambiente onde a eficiência econômica requeria uma grande reestruturação dos ativos corporativos. Cada um destes fatores contribuiu para aumentar a atividade de *takeover* e de reorganização. O mercado de *takeover* funciona como um mercado para controle corporativo, disciplinando os gerentes cujas companhias apresentam um fraco desempenho. Jensen (1988) afirma que o mercado de controle corporativo cria grandes benefícios para os acionistas e para a economia como um todo, posto que as firmas perdem o controle sobre vastas quantias de recursos e, além disso, a atuação deste mercado permite que tais recursos migrem mais

rapidamente para usos de maior valor. Nas palavras desse autor: “Este é um mercado saudável em operação, que está desempenhando um papel importante em ajudar a economia americana a se ajustar às principais mudanças na competição e regulação ocorridas na década de 80” (p.4).

Por fim, outro aspecto importante desta abordagem donexo de contratos é que ela permite equiparar a organização da empresa com um arranjo particular observado em umnexo de contratos. Assim sendo, o equilíbrio econômico será alcançado sempre que houver a possibilidade de que, através de alguma renegociação dos termos contratuais, uma das partes saia ganhando sem prejuízo da outra. Em outras palavras, o processo de geração de uma organização econômica eficiente é, na sua essência, similar ao processo de geração de um resultado eficiente em um mercado competitivo. Deste modo, na medida em que é abandonada a distinção entre firmas e mercados enquanto duas formas institucionais de natureza diversa é cabível “modelar a organização da empresa da mesma maneira como são modeladas as relações entre os agentes econômicos em um mercado, como um resultado de equilíbrio para uma complexa rede de interações entre indivíduos autônomos” (PONDÉ, 2005, p.291), atentando para o fato de que, no entanto, a firma não é um indivíduo<sup>39</sup>.

## **2.2 O paradigma da maximização do valor do acionista**

Nos anos 80 e, sobretudo, durante os anos 90, a sustentação da governança corporativa sobre o princípio de maximizar o valor do acionista tornou-se cada vez mais sólida. Na busca por criar valor para o acionista, as últimas décadas testemunharam uma mudança significativa na orientação estratégica da alta gerência das corporações no que tange à alocação de recursos e retornos corporativos: da lógica de “reter e reinvestir”, em direção a “*downsizing* e distribuir” (LAZONICK E O’SULLIVAN, 2000). Vimos como os acontecimentos dos anos 70 foram determinantes para o fim da prosperidade do capitalismo

---

<sup>39</sup> Diferentemente da abordagem neoclássica tradicional, na concepção aceita pela Teoria da Agência a firma não é um indivíduo, na medida em que ela atua como umnexo em um processo complexo, no qual os objetivos conflitantes dos indivíduos alcançam um ponto de equilíbrio no marco das relações contratuais. Além disso, os contratos que caracterizam a firma são vistos como instrumentos utilizados pelos agentes para realizar trocas voluntárias, assim como os que estão presentes em qualquer transação mercantil. Este é um aspecto fundamental desta abordagem na medida em que vai de encontro com concepções de firma que consideram a existência de relações de autoridade como sendo sua principal característica (como é o caso da Teoria dos Custos de Transação).

gerencial e consolidação dos fundamentos do novo padrão de governança, fundado sobre o regime de acumulação liderado pelas finanças.

Nas corporações, a manifestação desse novo regime de acumulação capitalista é verificada pela adoção de práticas de governança corporativa orientadas a atender o interesse dos acionistas. O modelo de maximização do valor do acionista concebe uma noção específica de responsabilidade corporativa e de boa prática gerencial em que uma firma bem administrada é aquela que promove o aumento do preço das ações, conseqüentemente criando valor aos seus acionistas. Neste contexto, as demandas dos *shareholders* se sobrepuseram às dos demais *stakeholders*, já que ao promover um maior retorno aos acionistas a firma estaria caminhando em direção a uma alocação mais eficiente de recursos. Assim, o valor dos acionistas passou a ocupar o centro das estratégias empresariais, dos critérios de seleção de investimentos e de avaliação de desempenho corporativo.

Na presente seção será feita uma análise da lógica da maximização do valor do acionista, que inclui a apresentação de suas principais práticas e a forma como esse padrão se difundiu ao longo do tempo.

### **2.2.1 Diagnóstico e definição da ideologia do acionista**

Como visto no primeiro capítulo, em meados da década de 70 a economia norte-americana foi atingida por uma grave crise econômica. Situações como aquela, marcada por um baixo crescimento econômico, acabavam desgastando a posição das grandes corporações industriais (FLINGSTEIN, 2004). Sob estas condições, as concepções dominantes de controle fracassam no intento de promover crescimento econômico ou gerar lucros, abrindo a possibilidade para que um novo grupo de proprietários e gerentes se adiante e produza uma nova trajetória de gestão corporativa, com uma visão distinta de como fazer dinheiro. Muitas vezes, estes grupos são compostos por *outsiders* que aparecem para desafiar a ordem existente e reorganizar o modo como se opera as coisas.

Neste sentido, o fraco desempenho apresentado pelas corporações industriais americanas motivou críticas a respeito das equipes gerenciais então estabelecidas nos anos

1980. Os críticos eram representantes da comunidade financeira (investidores institucionais, analistas do mercado de ações e bancos de investimento), que amparados pelas proposições da Teoria da Agência argumentavam que os gerentes não estavam dando atenção suficiente aos interesses dos acionistas. Para eles, a explicação da performance ruim apresentada pelas firmas no mercado de ações estava associada ao fato de que os gerentes estavam fazendo mau uso dos ativos do ponto de vista da eficiência alocativa e, portanto, exigiam que estes últimos dirigissem seus esforços para elevar os lucros e, então, o preço das ações. Os gerentes se defendiam afirmando que os problemas enfrentados naquele momento não guardavam relação com a lucratividade de suas firmas, mas sim com a economia como um todo.

Em resposta à crise, os teóricos da agência propuseram aquilo que ficou conhecido como lógica da maximização do valor do acionista. Tal concepção oferece tanto uma crítica a respeito das práticas gerenciais então em uso, quanto um conjunto de prescrições sobre o que deveria ser feito sobre isso. De acordo com seus proponentes, a referida lógica sugere que os gerentes se empenhem para elevar o retorno dos ativos da firma, aumentando o seu valor para os acionistas, em detrimento dos demais *stakeholders*, tais como os empregados, fornecedores e a comunidade.

Para maximizar o valor do acionista era preciso se adequar às medidas financeiras sobre o balanço da empresa<sup>40</sup> de modo a satisfazer os analistas e os investidores institucionais. A implementação das estratégias de criação de valor para os acionistas envolvia a reorganização financeira das corporações norte-americanas, através de fusões, endividamento, uso de inúmeras manobras financeiras que abrangiam, entre outras coisas, a recompra de ações e, muitas vezes, resultavam na redução da força de trabalho. A este respeito Aglietta e Réberieux (2005) apontam que o fortalecimento dos acionistas, como os financiadores das corporações, resultou na elevação do nível dos dividendos pagos a estes, em reduções drásticas na força de trabalho e no desmantelamento dos conglomerados, “símbolos da ‘delinquência gerencial’ do passado” (p.7). Eles também reconhecem que outro efeito importante deste novo regime de crescimento é que, ao invés de serem vítimas,

---

<sup>40</sup> Tais como o EVA (Valor Econômico Adicionado). Para mais detalhes ver Froud *et al.* (2000).

os gerentes foram beneficiados pela nova configuração corporativa, uma vez que suas atividades se tornaram mais lucrativas, ainda que mais arriscadas.

Diferentemente Jensen (1989), defensor da referida lógica, argumenta que a aplicação do princípio do valor do acionista resolve o conflito entre proprietários e gerentes no que diz respeito à utilização dos recursos corporativos, pois com isso “essas novas organizações são capazes de obter consideráveis ganhos em eficiência operacional, na produtividade dos empregados e no valor das ações (p. 441).

### 2.2.2 O princípio do fluxo de caixa livre

Um dos pilares da lógica da maximização do valor do acionista é a chamada teoria do fluxo de caixa livre. De acordo com este princípio, para garantir a primazia do acionista é crucial que os recursos corporativos não alocados com a finalidade de elevar o valor acionário, isto é, o *fluxo de caixa livre*, sejam prioritariamente distribuídos aos acionistas que podem, então, aplicá-los em usos alternativos mais eficientes. Nas palavras de Jensen (1988):

O fluxo de caixa livre é aquele que excede os recursos requeridos em todos os projetos de investimentos com valores presentes líquidos positivos, quando descontados ao custo de capital relevante.

(...)

Os conflitos de interesses entre acionistas e gerentes sobre as políticas de *payout*<sup>41</sup> são especialmente severos quando são gerados fluxos de caixas substanciais por parte das organizações. O problema consiste em como motivar os gerentes a liberarem o caixa ao invés de investi-lo a um custo abaixo do ótimo ou desperdiçá-lo em ineficiências organizacionais (pp.12-3).

A fim de solucionar o conflito potencial entre agentes e principais em torno do destino do fluxo de caixa livre, os proponentes da ideologia do valor ao acionista defendem que a adoção do modelo de Agência resolveria este problema que é central na corporação de capital aberto. A Teoria da Agência postula que no caso da firma ser eficiente no sentido de maximizar o valor dos acionistas é necessário que estes últimos tenham prioridade na

---

<sup>41</sup> *Pay-out* é a taxa de distribuição do lucro da empresa para os acionistas na forma de dividendos ou juros sobre o capital próprio.

distribuição do montante do fluxo de caixa livre<sup>42</sup>. Entretanto, o pagamento aos acionistas diminui os recursos sob o controle dos gerentes e, como consequência, reduz o poder destes últimos que ficam virtualmente subordinados ao monitoramento dos mercados de capitais.

Ademais, conforme este princípio, os gerentes que não liberam o excesso de fluxo de caixa contribuem para que o preço das ações da sua companhia fique abaixo do ótimo o que, na visão dos teóricos da Agência, abre espaço para a adoção de instrumentos disciplinadores, tal como as aquisições alavancadas e os *takeovers*. Tais práticas exerceriam pressões na tentativa de fazer com que a alta gerência implemente estratégias voltadas à criação de valor. Neste sentido, esta abordagem sugere que uma das principais causas da atividade de *takeover* são os custos de agência associados ao conflito entre gerentes e acionistas sobre a política de *payout* do fluxo de caixa livre (Jensen, 1986, 1988).

### 2.2.3 Reestruturação Corporativa

Neste tópico estudaremos as formas de reestruturação corporativa que representa a adoção da lógica da maximização do valor do acionista. Este movimento foi amplamente difundido nas décadas de 80 e 90 quando inicialmente assistiu-se a uma onda de aquisições hostis e alavancadas, seguida da ampla adoção de práticas orientadas ao *downsizing* e a distribuição do fluxo de caixa livre, seja na forma de dividendos ou, mais recentemente, na forma de recompra de ações.

Assim sendo, na primeira sub-seção trataremos dos mecanismos de aquisição (*takeovers* hostis, aquisições alavancadas com e sem *junk bonds*) explicando o significado de cada um. Ao mesmo tempo mostraremos como que a teoria da Agência concebe estas formas de aquisição como um meio para disciplinar o comportamento dos gerentes. Na

---

<sup>42</sup> O entendimento deste argumento passa pela compreensão do que foi visto na seção anterior, ou seja, de que o princípio da “maximização do valor do acionista” tem como fundamento a Teoria da Agência que, por sua vez, adota a concepção de firma como um nexo de contratos. Com isso, assinala-se a importância da firma como centralizadora das relações entre os indivíduos, na qual todos os seus participantes têm seus rendimentos assegurados pelos contratos, com exceção dos acionistas. Estes últimos são considerados *residuals claimants*, ou seja, eles não têm direitos a um retorno fixo, pois recebem o que resta depois que todos os participantes foram remunerados de acordo com o que foi especificado contratualmente. De acordo com este argumento, caso a firma incorra num prejuízo, o retorno dos acionistas será negativo, e vice-versa. Uma vez que os direitos dos demais *stakeholders* estão totalmente protegidos por contrato, maximizar o valor do que é deixado para os acionistas equivaleria a maximizar o valor da firma como um todo.

sequência, serão expostas três das principais táticas anti-*takeover* que acabaram contribuindo para o enfraquecimento deste movimento.

A seguir, examinaremos a fase do “*downsizing* e distribuir”, como contraposição ao princípio do “reter e reinvestir”, característico do período compreendido entre os primórdios do século XX e meados de 1960. Finalmente, discutiremos sobre alguns mecanismos utilizados para alinhar os interesses de gerentes e acionistas no sentido de desestimular a não cooperação dos primeiros.

### 2.2.3.1 Aquisições

As primeiras manifestações da reestruturação corporativa ocorrida nos anos 1980 envolveram um movimento significativo de *takeover* e de *leveraged buyouts* (aquisições alavancadas, doravante, LBOs). Uma série de fatores econômicos e regulatórios criou o ambiente no qual os preceitos de eficiência econômica<sup>43</sup> exigiram a reorganização dos ativos corporativos: desde o relaxamento das restrições sobre as fusões impostas pelas leis antitruste e a desregulamentação dos serviços financeiros, até melhorias na tecnologia dos *takeovers*, incluindo uma grande oferta de instrumentos financeiros cada vez mais sofisticados tal como os *junk bonds*, que forneceram enormes quantias de capital necessárias para as transações bilionárias de *takeovers* hostis e LBOs.

Nesse sentido, a liquidez nos mercados de capitais desempenhou um papel crucial na medida em que tornou possível que um acionista insatisfeito com a política de maximização de valor adotada por sua firma, vendesse suas participações e realocasse sua renda para usos considerados mais eficientes. Como resultado da venda das participações da empresa tem-se a redução do preço das ações da companhia, o que favorece um *takeover* pelos acionistas que podem substituir os antigos gerentes por novos que estejam comprometidos com a política de distribuição do fluxo de caixa livre para os acionistas na forma de elevados dividendos e/ou recompra de ações. Até meados dos anos 70, as ofertas de compra hostis foram infrequentes e geralmente incluíam firmas-alvo de pequeno porte.

---

<sup>43</sup> Eficiência econômica é usada neste texto na sua acepção neoclássica, ou seja, um sistema produtivo é dito eficiente em termos tecnológicos quando não há outra forma variável de produzir mais com a mesma quantidade de fatores ou produzir a mesma quantidade de produtos, utilizando menor quantidade de fatores.

Mas no final dos anos 80 foi registrado um avolumamento não apenas da prática dos *takeovers*, como também, das aquisições alavancadas.

O *takeover* consiste numa oferta de compra pública de uma firma, realizada a um preço específico com um prêmio significativo, deixando o preço bem acima do prevalecente no mercado. Assim, os então chamados “predadores corporativos” poderiam obter o controle da companhia, substituindo a equipe gerencial existente, colocando no seu lugar uma nova equipe designada pelos novos proprietários. Contrariamente a uma fusão, que requer a concordância do quadro de diretores e a aprovação por votos dos acionistas, uma oferta de compra não exige a aprovação dos diretores e acionistas da firma-alvo. Os gerentes das firmas-alvo geralmente resistem a essas manobras. Isso porque as reformas associadas a um *takeover* envolvem o abandono dos principais projetos, mudanças nas tarefas gerenciais e o fechamento ou venda de divisões, o que invariavelmente implica demissão dos altos executivos.

Diferentemente, as LBOs são transações de fechamento de capital<sup>44</sup> em que um grupo de investidores, alguns dos quais gerentes da empresa que está sendo adquirida, assume seu controle acionário utilizando sobretudo capital de terceiros e um pouco de capital próprio (cerca de 10 a 15%). De acordo com Jensen (1988), é recomendável que as aquisições alavancadas<sup>45</sup> ocorram em firmas que apresentem lucros estáveis e recorrentes e um baixo grau de endividamento, ou seja, as melhores candidatas são empresas que têm um elevado potencial de gerar fluxos de caixa para cobrir a dívida assumida e que, portanto, envolvem situações nas quais os custos de agência sobre os fluxos de caixa livre tendem a ser elevados. Assim, as LBOs são vantajosas por permitir o controle dos custos de agência acerca do fluxo de caixa livre<sup>46</sup>.

---

<sup>44</sup> “O fechamento de capital é uma operação na qual as ações de uma empresa, negociadas em bolsa, são adquiridas por um grupo de investidores, geralmente formado por administradores da própria empresa. Em consequência, a ação da empresa é retirada do mercado, deixando de ser negociada publicamente” (ROSS, WESTERFIELD E JAFFE, 2008, p.672).

<sup>45</sup> Quando falamos em aquisições “alavancadas” queremos nos referir a uma modalidade de financiamento definida pela intensidade que uma determinada empresa recorre à utilização de recursos de terceiros, ao invés de empregar seus próprios recursos para efetuar algum tipo de investimento.

<sup>46</sup> Considerando o que foi visto na seção 2.3.2, o problema de governança surge em função de como deve ser alocado o fluxo de caixa livre. Dessa forma, quanto maior for o fluxo de caixa livre gerado, maiores serão os conflitos associados a eles.

As LBOs geralmente transformam os antigos gerentes em proprietários, aumentando assim o incentivo para que se esforcem mais. Como acionistas estes novos proprietários “cobrem o pesado serviço da dívida fazendo os pagamentos de juros e principal com fluxos de caixa gerados pelas operações e/ou vendas de ativos” (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 2008, p.395), ou seja, os ativos da firma adquirida são usados como garantia para os empréstimos. Com as LBOs, os gerentes são forçados a vender divisões não lucrativas, evitar investimentos de baixa rentabilidade, eliminar despesas desimportantes, diversificar as aquisições e estimular a eficiência operacional. Para os teóricos da agência, nestes tipos de transações as dívidas assumem uma “função de controle” que força um comportamento eficiente voltado para a geração de ganhos econômicos líquidos para os acionistas, uma vez que o aumento do endividamento serve como um incentivo adicional para os gerentes que, na busca por realizar lucros, passam a ser obrigados a fazer com que a empresa tenha um resultado que supere o serviço da dívida.

Nesta linha, Ross, Westerfield e Jaffe (2008) evidenciam o papel importante desempenhado pelos *junk bonds*. Estes *junk bonds* correspondem a títulos e outros papéis emitidos pelas firmas, tendo em vista a realização das aquisições alavancadas, que em geral são avaliados pelas agências de *rating* como estando abaixo do grau de investimento em função dos elevados riscos associados a eles<sup>47</sup>. Estas obrigações de baixa qualidade adquiriram uma grande importância quando começaram a ser usadas para financiar as operações de reestruturação corporativa. O uso dos *junk bonds* nos anos 1980 guarda semelhanças com a forma de estruturação financeira conhecida hoje em dia como *Project Finance*, pois os retornos dos investimentos estão amparados no potencial de geração de resultados capazes de remunerar todos os envolvidos no negócio, sendo assim a idéia por trás deste tipo de instrumento de financiamento é de que “é necessário projetar as demonstrações financeiras, o fluxo de caixa e o resultado econômico, para, assim, termos a visão completa dos resultados do projeto e se ele cria valor para todos os interessados no empreendimento” (BONOMI E MALVESSI, 2008, p. 21).

---

<sup>47</sup> Antes de 1997, o mercado de emissões de obrigações “era composto quase exclusivamente por obrigações originalmente de boa qualidade [*fallen angels*], mas que haviam caído de seu pedestal ao nível de elevado risco de inadimplência próprio dos títulos de alto teor especulativo” (ROSS, WESTERFIELD E JAFFE, 2008, p.468).

Cumpra-se notar que mesmo que uma firma só possa emitir uma pequena quantidade de obrigações seguras, ela pode ser emitente de um grande volume de títulos de dívida, caso seja permitido financiar-se a taxas de juros mais elevadas. Por conseguinte, o uso dos *junk bonds* possibilitou que os adquirentes realizassem operações de aquisição que não seriam possíveis por meio de técnicas tradicionais de financiamento com a emissão de obrigações. De acordo com Jensen (1988) os *junk bonds* são obrigações que podem ser negociadas no mercado secundário, o que indica um grau de securitização<sup>48</sup>, e que utilizam como garantia os ativos e os fluxos de caixa da firma, mais o capital aplicado pelo adquirente. No caso das LBOs, que são transações que exigem um elevado grau de alavancagem, cerca de 25 a 30% do financiamento era feito por intermédio de *junk bonds* vendidos ao público.

As transações de controle corporativo e reestruturações geralmente abarcavam reformas organizacionais drásticas, tais como, mudanças na estratégia corporativa e inúmeras renegociações contratuais com gerentes, empregados, fornecedores e consumidores. Estas atividades às vezes resultavam na expansão dos recursos destinados a certas áreas e, outras vezes, em contrações envolvendo fechamento de plantas, dispensas temporárias dos altos e médios executivos e de operários e na redução das compensações. Em decorrência dessas ameaças, estabeleceu-se um debate acerca dos prejuízos e dos ganhos ao se adotar tais práticas.

Na visão de teóricos da Agência como Jensen (1988), o mercado para controle corporativo cria grandes benefícios para os acionistas como um todo, uma vez que a perda de controle sobre vastas quantias de recursos exige que os gerentes os apliquem em seus usos mais lucrativos. Esta seria, portanto, uma operação saudável para o mercado, que estaria desempenhando um papel crucial em ajudar a economia americana a se ajustar às principais mudanças relativas ao acirramento da competição percebida desde meados da década de 1970. Todavia, a era do controle de mercado se encerrou no final de 1989 e começo de 1990. Uma intensa controvérsia e oposição dos gerentes das corporações, somada às acusações de fraudes e ao aumento das falências, comprometeram o controle do

---

<sup>48</sup> A securitização descreve um processo de desintermediação financeira que se refere “à transformação de obrigações financeiras geradas anteriormente em processos de oferta de crédito em papéis colocáveis diretamente no mercado” (Carvalho *et al.*, 2001, p.344).

mercado por meio de decisões judiciais, de reformas legislativas anti-*takeover* e restrições regulatórias acerca da disponibilidade de financiamento.

### 2.2.3.2 Mecanismos de desestímulo à não-cooperação e de incentivo à cooperação

Juntamente com a onda de *takeovers*, verificou-se o desenvolvimento de uma variedade de táticas defensivas que os gerentes das firmas-alvo utilizavam para afastar as ameaças de tomada de controle, dentre as quais daremos destaque às *poison pills*, *golden parachutes* e *greemail*.

Entre os inúmeros mecanismos anti-*takeover* criados, talvez o mais difundido seja a *poison pill*<sup>49</sup>, ou pílula de veneno, que pretende desencorajar o adquirente ao tornar as aquisições mais difíceis e custosas. Primeiramente, as *poison pills* atuam como um meio de protelar a investida de *takeover*, de modo a propiciar mais tempo para os acionistas analisarem a oferta de aquisição ou para criarem alguma alternativa. Em seguida, elas agem “como instrumento capaz de bloquear as aquisições (SILVA e GUIDI, 2006)<sup>50</sup>.

Outro mecanismo importante de defesa das aquisições hostis foram os *golden parachutes*. Trata-se de um aspecto recente dos contratos de emprego dos executivos que estabelece que no caso de um *takeover* as firmas-alvo oferecem recompensas aos seus executivos, ou seja, numa situação em que ocorra uma mudança de controle, os gerentes recebem elevadas multas rescisórias em função do rompimento de seus contratos. Esse pagamento pode ser visto tanto como uma forma de fazer com que os gerentes se preocupem menos com seu próprio bem-estar e mais com os interesses dos acionistas, ou

---

<sup>49</sup> Atualmente, o tipo de *poison pill* mais usado é o *flip-in, flip-over*. O mecanismo *flip-in* é posto em execução por intermédio de um tipo de dividendo que fica pendente até que seja dado início ao processo de aquisição. Uma vez que este direito seja ativado “os acionistas (com exceção do novo investidor) têm o direito de adquirir ações da companhia com um desconto substancial”. No entanto, este direito só é concedido a um grupo de acionistas da firma-alvo sob a condição de que a aquisição de seu controle seja feita por outra empresa. A existência deste direito provoca uma diluição tão grande do capital a ponto de fazer com que a adquirente acabe tendo prejuízo. Portanto, transfere-se riqueza da adquirente à firma-alvo. Em paralelo se processa o *flip-over*, “através do qual, caso a companhia seja envolvida em qualquer operação societária ou de venda de ativos, todos os acionistas, com exceção do novo investidor, podem comprar ações com direito a voto por um preço mais baixo” (SILVA e GUIDI, 2006).

<sup>50</sup> Num estudo realizado por partidários da ideologia da maximização do valor do acionista, Malatesta e Walking (1989) testaram a hipótese sobre os efeitos sobre a riqueza resultantes da adoção das *poison pills*. De acordo com as estimativas encontradas, o uso das *poison pills* reduz a riqueza dos acionistas.

ainda, ao considerarem a oferta de compra, o pagamento pode ser encarado como uma forma de enriquecer os gerentes às expensas dos acionistas. Neste sentido, a adoção dessa tática defensiva pode criar um incentivo perverso para que os gerentes levem adiante a oferta de compra a fim de receber as multas rescisórias, ainda que a aquisição não esteja de acordo com o interesse dos acionistas.

Em linha com a lógica voltada ao interesse dos acionistas, Lambert e Larcker (1984) desenvolveram duas hipóteses, uma relativa à motivação para a adoção do *golden parachutes* e a outra que abarca seus efeitos sobre a riqueza dos acionistas. Segundo eles, as evidências apontam que quando ocorre uma mudança de controle os acionistas de uma firma-alvo auferem elevados lucros<sup>51</sup>, todavia o que se observa na realidade é que um *takeover* pode ter um impacto desfavorável ao bem-estar dos gerentes da firma-alvo, isso porque a iminência de um conflito entre gerentes e acionistas pode fazer com que os primeiros tentem evitar os *takeovers* e atuem de forma a reduzir a atratividade da firma-alvo, protegendo seus próprios interesses. Por esta razão, é que a compensação fornecida pelos *golden parachutes* ajuda a promover o alinhamento de interesses entre o agente e o principal, atuando favoravelmente sobre a reação dos executivos diante de uma oferta de compra.

De acordo com a segunda hipótese, a adoção dos *golden parachutes* tem um impacto adverso sobre a riqueza dos acionistas, pois (i) a compensação fornecida por estes mecanismos reduzem a perda dos gerentes no caso de um *takeover* e, portanto, pode motivá-los a administrar a firma de uma forma menos eficiente e (ii) aumenta o custo de conduzir um *takeover* e de demitir a gerência, uma vez que a compensação aos executivos reduz o prêmio de um *takeover* que a firma adquirente está disposta a pagar. Sendo assim, na presença dos *golden parachutes*, torna-se infundado o suposto de que um *takeover* disciplina os gerentes a agirem de acordo com os interesses dos acionistas.

Por fim, o *greenmail* é mais uma estratégia de defesa que consiste na recompra com prêmio, pela firma-alvo, de um subconjunto de ações detidas pelos acionistas de forma a

---

<sup>51</sup> Jensen e Ruback (1983) resumem esta evidência e concluem que, na média, os acionistas das firmas alvo recebem retornos anormais de 30% no caso de ofertas de compras e de 20% no caso de fusões.

eliminar a ameaça de um *takeover* hostil, ou seja, a oferta não é feita para todos os acionistas. É difícil precisar quais os danos causados para os acionistas com esta ação. Em geral, esta é uma prática bastante criticada por representar o uso indevido de recursos da companhia.

Embora a análise e a evidência econômica indiquem que o mercado para controle corporativo beneficie os acionistas, a sociedade e a corporação como uma forma organizacional, há indícios de que ele também traz um desconforto para os altos executivos. Jensen (1988) argumenta que estes contratos relativos à tomada de controle são sempre benéficos quando corretamente implementados porque eles ajudam a reduzir o conflito de interesses entre acionistas e gerentes no momento de um *takeover*, e, portanto, faz com que seja possível realizar os ganhos produtivos derivados das mudanças no controle. Ainda assim, para os defensores do princípio da maximização do valor do acionista, a melhor estratégia de defesa contra uma aquisição hostil e a ineficiência dos gerentes continua sendo a manutenção de um elevado valor para as ações. Cabe mencionar que, os *takeovers* diminuíram em meados dos anos 90 quando a maioria dos estados americanos, notavelmente Delaware, adotou uma legislação para conter estas aquisições hostis.

Há ainda outro aspecto crucial para entender como se deu o alinhamento de interesses entre os acionistas e os gerentes: trata-se de mecanismos de compensação voltados a incentivar a cooperação dos gerentes. Jensen e Murphy (1990) defendem que a maximização do valor dos acionistas pode ser conquistada por meio de compensações baseadas em participações (ações) concedidas aos gerentes corporativos, tal como as *stock options*. O uso das *stock options* permite que os gerentes optem por comprar futuramente “ações de sua própria empresa a um preço fixado previamente, com frequência inferior à cotação da ação no momento da assinatura do contrato” (PLIHON, 2005, p.145). Deste modo, ao indexar a remuneração dada aos gerentes ao desempenho da empresa no mercado acionário e mesmo sem a ameaça de um *takeover*, esses gerentes têm um incentivo para maximizar o valor do acionista realizando investimentos somente naqueles projetos compatíveis com o princípio do fluxo de caixa livre e distribuindo as receitas corporativas remanescentes aos acionistas na forma de dividendos e/ou recompra de ações. Assim, o

recebimento de planos de compensação baseado no preço das ações passaram a ser cada vez mais comuns.

O uso das *stock options* criou uma estrutura de recompensa gerencial assimétrica. Os gerentes recebem enormes recompensas caso suas decisões levem ao aumento dos lucros e a ganhos com o preço das ações, ao passo que suas perdas se limitam aos custos de oportunidade de exercerem aquela tarefa ao invés de outra. Como resultado, notou-se um dos fenômenos mais impressionantes do capitalismo liderado pela finança: um aumento significativo na compensação dos executivos e, assim, um extremo aprofundamento do desnível de remuneração entre o baixo e o alto escalão das companhias. Lazonick e O'Sullivan (2000) mostram que em 1965, a média de compensações recebidas por um CEO nos Estados Unidos representava 44 vezes o salário médio pago aos trabalhadores, isto aumentou para 419 vezes em 1998.

Cabe acrescentar que o uso disseminado deste tipo de plano de remuneração corporativa também acabava encorajando a realização de sobre-investimentos (excesso de capacidade) e investimentos em projetos arriscados, isso porque as *stock options* eram um instrumento que objetivava incentivar os gerentes a fazer tudo para aumentar o valor das ações. Nesta linha, Crotty (2002) destaca que muitas corporações realizaram investimentos especulativos que, mais tarde, levaram a um aumento do excesso de capacidade sobretudo no setor de telecomunicações, no qual se estima que apenas 5% do total de capital investido era realmente utilizado. Em vista disso, Plihon (2005) afirma que o uso das *stock options* “se voltou contra os acionistas, pois os dirigentes viram nisso um modo de satisfazer sua vontade de enriquecimento pessoal, fazendo aumentar a cotação de sua empresa por todos os meios, até mesmo pela fraude e por assumir riscos excessivos” (p.145).

### **2.2.3.3 *Downsizing* e distribuir**

Passada a onda de *takeovers* e LBOs, a reestruturação corporativa continuou, porém se baseando na aplicação de estratégias de *downsizing* e distribuição de lucros. Lazonick e

O'Sullivan (1996) chamam atenção para o fato de que na década de 90 muitas corporações americanas se empenharam em reduzir seu tamanho “sob o eufemismo da reengenharia” (p.24). Nesta etapa a principal mudança na orientação estratégica gerencial foi a redução no tamanho das corporações, através do fechamento de plantas e da eliminação de empregos, que atingiu desde os trabalhadores de chão de fábrica até os profissionais mais qualificados. Em paralelo, foram colocadas em prática estratégias gerenciais que poupam capital produtivo e que, portanto, reduzem a relação capital/trabalho, como é o caso do *outsourcing*, subcontratação e *spin-offs*<sup>52</sup> (AGLIETTA, 2000).

Antes de prosseguir, vale rememorar que o regime de alocação conhecido por “*downsizing* e distribuir” era totalmente diverso do seu anterior, o “reter e reinvestir” (LAZONICK E O'SULLIVAN, 2000). Como vimos, este último foi comum entre as companhias norte-americanas no período imediatamente subsequente à Segunda Guerra Mundial. Na era do “reter e reinvestir”, sob o domínio do capitalismo gerencial, as firmas retinham as receitas corporativas geradas internamente para poder financiar seus investimentos em organização e no desenvolvimento de novas tecnologias, o que paralelamente contribuía para a expansão da força de trabalho. Neste período, os empregados tinham fortes incentivos a permanecerem nas firmas dominantes já que estas investiam na capacitação de seus trabalhadores.

Em contraposição ao regime do “reter e reinvestir”, as mudanças organizacionais observadas na era do *downsizing* pretendiam atender às estratégias de maximização do valor dos acionistas. Deste modo, as firmas passaram a ter a preocupação de remunerar seus acionistas cada vez melhor através do pagamento de grandes quantias de dividendos e da realização de recompra de ações. Do ponto de vista dos defensores do ativismo dos

---

<sup>52</sup> Os conceitos de *outsourcing* e sub-contratação são bem parecidos. Enquanto o primeiro está relacionado ao uso estratégico de recursos externos para a realização de atividades que anteriormente eram efetuadas internamente, a sub-contratação envolve a delegação de operações para uma entidade externa, ainda que estas não nunca tenham sido previamente executadas no interior da firma. Assim, o *outsourcing* é uma prática geralmente utilizada visando a redução de custos ou para favorecer o foco nas *core competences* da firma. Por outro lado, *spin-off* é um termo designado para definir uma nova organização formada a partir de um grupo de pesquisa de uma empresa, de uma universidade ou de uma incubadora de negócios. Com exceção dos *spin-offs* acadêmicos, uma *spin-off* surge quando uma firma cria deliberadamente uma nova firma a partir de suas divisões, subsidiárias ou sub-unidades (ZAHRA, 1996).

acionistas, isto só foi conseguido porque o corte de milhares de postos de trabalho permitiu a restauração da lucratividade das firmas e impulsionou os preços de suas ações.

Ao fornecer um retorno aos acionistas, os dividendos promoviam uma relação estável entre acionistas e as corporações. Todavia, em meados dos anos 80, a distribuição de recursos corporativos assumiu crescentemente a forma de recompra de ações. Segundo a Teoria da Agência, a recompra de ações era adequada ao princípio de liberar fluxo de caixa livre, uma vez que permitia que as empresas conseguissem aumentar a taxa de rentabilidade de seus fundos próprios. De acordo com Lazonick (2008), os altos executivos argumentavam que fazendo recompra de ações eles estariam sinalizando que confiam no aumento de longo prazo do preço das ações de suas corporações. Ainda, na maior parte das vezes uma empresa efetua uma recompra de ações quando o preço de suas ações está baixo. Neste caso, os gerentes das firmas fazem isso, pois “acreditam que *[as ações]* estão subavaliadas (...). A reação imediata do mercado de ações ao anúncio de uma recompra de ações geralmente é bastante favorável” (ROSS, WESTERFIELD E JAFFE, 2008, p.411).

Com esta transferência de recursos corporativos efetuada através da política de redistribuição dos lucros aos acionistas, as firmas tiveram seu potencial de crescimento comprometido em consequência da redução de suas disponibilidades de capitais para a realização de novos investimentos produtivos e, também, em função do enfraquecimento de sua estrutura financeira. Neste sentido, uma questão fundamental concernente à ideologia que privilegia o interesse dos acionistas frente aos objetivos das empresas é que, ao estabelecer normas globais para o retorno dos capitais investidos, a referida lógica prejudicou o investimento produtivo. Segundo Fracalanza, Raimundo e Miranda (2009):

Com termos de comparação (*benchmarks*) cada vez mais amplos e prazos de prestação de contas cada vez mais curtos, a pressão por resultados de curto prazo se acentua de forma brutal, transformando as práticas corporativas em conformidade com as exigências dos acionistas. O comprometimento com o longo prazo, típico das estratégias de desenvolvimento adotadas pelo menos desde o Século XIX pelos países do chamado capitalismo atrasado e seguidas em boa medida por aqueles que adotam estratégias de *catching up* no período pós-Segunda Guerra, inviabiliza-se (p.20).

Assim, os lucros gerados pela empresas, dos quais uma grande parte era anteriormente retida para a realização de investimentos, passaram a ser prioritariamente

transferidos aos acionistas, conforme a proposta do princípio do fluxo de caixa livre. Logo, as empresas deixaram de reservar grandes parcelas de fundos próprios para investir<sup>53</sup>.

#### **2.2.4 O papel dos investidores institucionais e a relação das tecnologias de informação e comunicação na disseminação da nova arquitetura corporativa**

Até meados dos anos 70 e início dos 80, os gerentes profissionais estiveram firmemente no controle das maiores corporações industriais dos Estados Unidos. Todavia, na década de 80, o ativismo dos acionistas, expresso pela onda de *takeovers* hostis seguido do *downsizing*, impôs aos gerentes das firmas o curto horizonte de planejamento dos investidores institucionais. Aliás, a pressão exercida pelos investidores institucionais, que forçavam a gerência a adotar estratégias apropriadas para promover a elevação do preço das ações, é uma das características centrais da reestruturação corporativa promovida pela ofensiva do valor do acionista. Neste sentido, Plihon (2005) argumenta que os investidores institucionais apresentam-se como os grandes *players* na nova configuração do capitalismo, posto que são capazes de intervir decisivamente sobre a gestão das empresas nas quais possuem participações acionárias. Para estes, tais empresas de capital aberto são consideradas um ativo financeiro e é por este motivo que defendem que os objetivos perseguidos pelas corporações devem ser orientados prioritariamente à maximização do valor dos acionistas.

De acordo com Crotty (2002), nos anos 50 as famílias detinham “cerca de 90% das ações das corporações americanas” (p.23), passando a deter 42% nos anos 2000. Em paralelo, os investidores institucionais vinham se tornando os acionistas dominantes nas grandes corporações norte-americanas, chegando a ser responsáveis por cerca de 46% de todas as negociações envolvendo ações. Observa-se, portanto, que até os anos 60 as ações ordinárias estavam majoritariamente nas mãos de investidores individuais que tinham poucos incentivos e habilidades para rearranjar seus portfólios em busca de aplicações com retornos cada vez maiores. Além de terem maiores custos de transação sobre cada ação

---

<sup>53</sup> Uma análise pormenorizada dos efeitos do encurtamento do horizonte de investimentos sobre a capacidade de crescimento de longo prazo das firmas será feita no capítulo seguinte, quando discutiremos os problemas associados à falta de uma teoria da firma inovadora dentro da concepção do *shareholder value*.

negociada, estes indivíduos não tinham informações suficientes sobre os fatores que afetam o preço das ações.

Com a desregulamentação monetária e financeira foi possível superar as restrições legais existentes sobre a inclusão de ações e títulos corporativos no portfólio de determinadas instituições, tais como as companhias seguradoras e os fundos de pensão, o que viabilizou a transferência da propriedade acionária dos investidores individuais para os investidores institucionais, de modo que os acionistas passaram a ter um poder coletivo muito maior para interferir nos lucros e nos valores de mercado das ações corporativas que eles possuíam.

Estas instituições financeiras não bancárias atuam centralizando as poupanças<sup>54</sup>, à procura de aplicações financeiras como, por exemplo, ações e títulos, para valorizá-las e, assim, acabavam influenciando na distribuição da renda nas empresas, seja entre salários, lucros e renda financeira ou no que se refere à repartição da parte atribuída ao investimento e a parte distribuída entre juros e dividendos.

Neste sentido, Chesnais (2005) conclui que “estamos diante de uma lógica em que o dinheiro entesourado adquire, em virtude de mecanismos do mercado secundário de títulos e da liquidez, a propriedade ‘miraculosa’ de ‘gerar filhos’” (p.50)<sup>55</sup>, isto é, a poupança acumulada se transforma em capital e os trabalhadores deixam de ser poupadores e passam inconscientemente a ser uma parte interessada no desempenho “das instituições cujo funcionamento repousa na centralização de rendimentos fundados na exploração dos assalariados ativos” (p.51-2).

No caso dos fundos de pensão são reunidas contribuições calculadas sobre os salários do trabalhador, de forma a garantir uma pensão regular e estável para os futuros aposentados. Deste modo, eles funcionam como “caixas de aposentadoria separadas das contas do empregador nas quais reservas financeiras de origem quer patronal, quer salarial

---

<sup>54</sup> Ou seja, todas as rendas não consumidas e os lucros industriais não reinvestidos na produção, mantendo-os fora do circuito de produção de bens e serviços.

<sup>55</sup> Neste momento, Chesnais (2005) faz uma alusão à passagem de *O Capital* (livro 3), em que Marx fala da propriedade que a poupança entesourada tem de criar valor através dos juros de forma tão natural como “a pereira dá peras”.

(ou ambas) são acumuladas e valorizadas nos mercados financeiros” (SAUVIAT, 2005, p.111). Cabe notar que antes de servir para pagar as aposentadorias dos assalariados, os gestores de portfólio aplicam estas reservas buscando a valorização do capital e foi assim que elas foram largamente utilizadas para financiar as aquisições hostis da década de 80.

Assim, na busca incessante por ganhos de capital acima da média, os investidores institucionais usam seu poder coletivo para mudar a estrutura de incentivos dos tomadores de decisão nas grandes corporações, de modo a alinhar seus interesses com os deles. Como resultado da mudança no predomínio das famílias como acionistas majoritários, tem-se uma alteração no comportamento dos mercados financeiros: das finanças “pacientes” que buscavam o crescimento de longo prazo, para mercados ávidos por ganhos de curto prazo, que modificam severamente os incentivos gerenciais e colaboram para encurtar os horizontes de planejamento corporativos.

Crotty (2002) assinala que diferentemente das famílias que detinham ações de uma firma por um longo período, os investidores institucionais não tinham nenhuma razão para se preocuparem com o desempenho de longo prazo das companhias cujas ações eles possuíam. Isso porque o trabalho destes investidores institucionais como gestores de riquezas está restrito à compra e revenda de ações, num breve horizonte de tempo (em geral, de um ano), buscando rigorosamente a valorização dos seus portfólios. Assim, eles gerenciam os investimentos financeiros sem tomar parte das questões administrativas concernentes à firma e, com isso, os preços das ações perderam a conexão com os fundamentos de longo prazo das firmas. Mas os desequilíbrios provocados pela emergência dos investidores institucionais vão bem além, como se nota na seguinte passagem:

Principais atores dos mercados financeiros, esses investidores institucionais contribuem para a sua instabilidade crescente, multiplicando as transações e as operações de aplicação cada vez mais arriscadas.

(...)

Mas há mais: diversificando intensamente sua liquidez em diferentes mercados de ativos, contribuíram tanto para inflar a demanda de aplicação, que levou empresas e Estados a recorrer cada vez mais ao mercado financeiro, quanto também para puxar a tendência para a alta, a fim de satisfazer suas exigências de rentabilidade e sua busca de rendimentos superiores aos rendimentos dos concorrentes. A acumulação financeira produzida pela institucionalização da

poupança levou, então, em ampla medida, ao crescimento da demanda de aplicação em ativos financeiros, especialmente em ações, e à alta do preço dos ativos, assim como à sua volatilidade.

(SAUVIAT, 2005, p.117)

Os investidores institucionais estão interessados sobretudo na rentabilidade financeira das suas ações e se beneficiam do poder conferido pela liquidez da bolsa de valores estando dispostos a rever seus compromissos a qualquer momento. Isso tem uma implicação importante, pois eles pouco se preocupam com os interesses dos assalariados que são vistos apenas como “um meio para atingir determinada finalidade, criar valor para o acionista, mas pouco importa aos investidores enquanto assalariados” (CHESNAIS E SAUVIAT, 2005b, p.222). Neste sentido, Sauviat (2005) justifica a atenção dada os investidores institucionais pelo fato de que eles surgem como os novos vetores da transformação das relações capital-trabalho, posto que “seu poder disciplinador, como acionistas, é exercido, de fato, mais sobre os assalariados do que sobre os dirigentes” (p. 110).

A concentração do poder nas mãos dos investidores institucionais representa um movimento importante do processo de financeirização típico da lógica da maximização do valor do acionista. Cumpre acrescentar que o surgimento e a consolidação destes fundos de investimento como importantes interferentes nas estratégias corporativas resulta da articulação de dois processos centrais: o financeiro e o tecnológico. Até agora tratamos do primeiro aspecto, ou seja, da base fornecida pelos mercados de capitais líquidos, portanto, falta discorrer sobre o papel desempenhado pela tecnologia predominante, cujos principais benefícios foram apropriados pelo capital financeiro.

Foi visto no primeiro capítulo que desde meados dos anos 1970 uma das principais preocupações no âmbito corporativo era com relação à perda de competitividade das firmas norte-americanas *vis-à-vis* às japonesas e alemãs. Este debate foi pautado por observações de teóricos que acreditavam que o problema central das corporações estadunidenses tinha a ver com a sua estrutura de propriedade: enquanto nos Estados Unidos sob o domínio dos mercados de capitais, os gerentes eram forçados a adotarem um comportamento de curto prazo, no Japão e na Alemanha, as estratégias gerenciais estavam protegidas das flutuações

do mercado de capitais, o que favorecia a realização de investimentos de longo prazo. No entanto, a década de 90 trouxe resultados econômicos importantes que exigiram novas reflexões a respeito do referido debate: de um lado tem-se a crise nas economias japonesa e alemã e, de outro, observa-se um desempenho da economia americana acima da média “em particular, o progresso dos Estados Unidos no domínio das tecnologias da informação e comunicação causou perplexidade: muitos comentaristas interpretaram este dinamismo como resultado da dominação da economia pelo mercado financeiro” (AGLIETTA E REBÉRIOUX, 2005, p.13).

Com isso, aparece o segundo aspecto indispensável para a compreensão da disseminação deste modelo de governança corporativa, trata-se da sua relação com o modo como ocorreu a difusão das tecnologias de informação e comunicação (doravante, TICs). Através da combinação das decisões corporativas e do jogo de forças do mercado, a trajetória das TIC's tem sido modelada de maneira a corresponder às prioridades e aos requisitos dos grupos sociais que dominam o sistema. Para muitos, o renovado vigor econômico apresentado pela economia norte-americana nos anos 90 está alicerçado no progresso das tecnologias de informação e comunicação. Enquanto alguns autores afirmam que este dinamismo foi resultado da reestruturação corporativa que se processava desde a década de 70 e que resultou no domínio da economia pelos mercados financeiros, Lazonick e O'Sullivan (2000) defendem que foi a acúmulo histórico de recursos e de capacidades que possibilitou o sucesso dessas novas tecnologias<sup>56</sup>.

Em linha com o que foi discutido até o momento, Aglietta e Rebérioux (2005) apontam que um dos traços cruciais do capitalismo liderado pela finança reside na forte associação entre duas forças: o mercado financeiro e a difusão das TICs. Para eles, estes dois movimentos se reforçam mutuamente como se ocorresse uma “fertilização cruzada” (p.19). Por um lado, a eficiência de um mercado depende principalmente de sua capacidade para processar informação, de forma que a difusão das TICs permitiu que os mercados financeiros atuassem de forma mais eficiente; por outro, a introdução de uma governança pró-acionista dentro das firmas contribuiu para o desenvolvimento das TICs, na medida em que as novas tecnologias facilitaram a administração de unidades produtivas mais

---

<sup>56</sup> Para saber mais sobre o modelo da “Nova Economia”, ver Lazonick (2005).

complexas, dada sua capacidade de criar redes e de favorecer a centralização das diversas unidades econômicas. Neste sentido, Wolf (2007) ressalta que o novo padrão resultante da revolução na computação e nas comunicações, “permitiu a criação e a cotação de um *mix* de transações complexas, especialmente no mercado de derivativos”, a ponto de definir o atual setor financeiro como “um filho da revolução da informática”.

Para Aglietta (2000) as tecnologias da informação e comunicação ajudaram a reduzir a razão capital/produto naquelas indústrias que fizeram uso delas, porque as TIC's aumentam a utilização de capacidade da produção, o movimento de troca de estoques e a velocidade de substituição das linhas de produção. Sendo assim, as TIC's complementam, e não substituem, o trabalho especializado. Já Chesnais e Sauviat (2005) chamam a atenção para os “custos sociais” provocados pelo espraiamento das tecnologias de informação e comunicação. Segundo eles, a adoção das TIC's favoreceu a diminuição de plantas, a terceirização e a descentralização da produção, além da obtenção de um elevado grau de flexibilidade no uso do trabalho e dos insumos materiais, via aumento da padronização e de processos de controle muito intensificados em diversas empresas da indústria manufatureira e de serviços.

Assim, ao longo das últimas décadas, o surgimento dos investidores institucionais e o uso das tecnologias de informação e comunicação para negociar ações, contribuíram para alterar dramaticamente o balanço de poder entre os investidores de portfólio e os gerentes industriais nos Estados Unidos, como é manifestado no movimento de conglomeração dos anos 60, no surgimento da atividade de *takeover* e de LBOs e, finalmente, na adoção de práticas voltadas ao *downsizing* e a distribuição de dividendos.

## **Conclusão**

Neste capítulo iniciamos a discussão da lógica do *shareholder value* expondo os principais fundamentos e práticas observadas na lógica da maximização do valor do acionista.

Observamos que dentre as principais mudanças recentes no crescimento, gestão e financiamento da moderna firma industrial, está o papel desempenhado pelos gerentes de

portfólio nos mercados de capitais e a evolução destes mercados de capitais para facilitar o desenvolvimento do chamado “*mercado para controle corporativo*”. Neste sentido, junto com a nova noção de propriedade inerente às sociedades anônimas, tem-se uma nova compreensão do capital financeiro. Isso porque, como vimos, as sociedades anônimas que na sua origem constituíam-se de grupos de investidores que associavam suas contribuições individuais de capital de risco para organizar e manter um empreendimento, em meados dos anos 60 elas recorreram, principalmente, à emissão de ações para instituições intermediárias, conhecidas por investidores institucionais<sup>57</sup>, que recolhem poupanças individuais. Assim, estas instituições intermediárias afastam ainda mais, o indivíduo do controle (direção e administração) das empresas produtivas.

Antes de prosseguirmos é válido fazer uma observação: até o momento foram expostos os argumentos que defendem a referida lógica como uma forma de superar a crise corporativa que marcou o fim dos “30 gloriosos”, ao passo que o próximo capítulo será dedicado a expor o outro lado da história, ou seja, as críticas do ponto de vista “prático” e, também, os problemas teóricos associados à difusão do modelo pró-acionista.

---

<sup>57</sup> As classes tradicionais de investidores institucionais são: companhias seguradoras, fundos de pensão e fundos mútuos. Aglietta & Reberioux (2005) ressaltam que o envelhecimento da população promoveu uma elevação na densidade dos fluxos de poupanças nos países ocidentais. No cerne deste movimento os investidores institucionais desempenham um papel muito importante nos mercados de capitais. O envelhecimento da população, e, portanto, a acumulação sustentada de poupança financeira pelos investidores individuais, fornece uma boa razão para acreditar que o aumento do poder dos fundos de pensão está longe de acabar.

### **CAPÍTULO 3 – As deficiências práticas e teóricas da lógica da maximização do valor do acionista**

*“O ‘mercado de capital’ é ao mesmo tempo muito mais e muito menos do que o funil para o investimento produtivo. É muito mais porque inclui todas as formas de crédito, poupança e seguros, bem como amplos e diversificados títulos de renda futura e não apenas créditos para investimento produtivo. E é muito menos porque enormes fluxos de recursos de investimento produtivo não passam de forma alguma pelos chamados ‘mercados de capital’”*  
(GOWAN, 2003, p.30).

#### **Introdução**

Os proponentes da lógica da maximização do valor do acionista argumentam que o excelente desempenho observado no mercado acionário, conjuntamente à prosperidade verificada na economia americana nos anos 1990 e ao baixo crescimento observado nas economias japonesa e européias, seriam provas a favor dos benefícios proporcionados por esta lógica. Segundo eles, os resultados concretos observados estariam reafirmando as suposições teóricas e, assim, os supostos de governança corporativa orientados para os interesses dos acionistas se tornaram cada vez mais fortes, alcançando ainda que de forma tênue, a Europa e o Japão, mercados que até então resistiam à nova relação das forças capitalistas.

Contudo, há autores que apontam que seja no plano teórico ou no da avaliação dos resultados da aplicação dessa lógica, os argumentos que sustentam a maximização do valor do acionista desconsideram os problemas apresentados pelo desempenho econômico dos Estados Unidos na era do “*downsizing* e distribuir”. Para seus detratores, a Teoria da Agência oferece um argumento problemático a respeito do *status* de *residual claimants* concedido aos acionistas e este seria o ponto de partida para novas linhas de pesquisa que se ocupam com a questão da incompletude dos contratos. Para outros, a filiação neoclássica da ideologia do valor do acionista e, conseqüentemente, da Teoria da Agência carece de uma teoria da firma inovadora e, portanto, não dispõe dos elementos que permitam compreender o processo de desenvolvimento econômico.

Sendo assim, iniciaremos este capítulo evidenciando os problemas que são imputados, ao menos em parte, à aplicação dos princípios da maximização do valor para o acionista no interior das grandes corporações, sobretudo americanas, ou seja, os custos sociais resultantes do aumento do desemprego e da desigualdade de renda. A seguir, serão expostas três das críticas teóricas mais difundidas sobre a referida lógica. Inicialmente apresentaremos a crítica de Zingales (1998) e Rajan e Zingales (1998) baseada na proposição de que, recentemente, o capital humano vem assumindo um papel de grande relevância dentro das corporações. Em seguida, mostraremos a Teoria dos *Stakeholders* ou Teoria da Produção em Equipe, uma proposta alternativa desenvolvida por Blair (1995, 2003) e Blair e Stout (1999). Por fim, será exposta a crítica elaborada por Lazonick (2007b, 2008) e O'Sullivan (2000) na qual os autores ressaltam as dificuldades enfrentadas pelos gerentes das corporações na tentativa de equalizar as pressões dos mercados financeiros por retornos imediatos e às necessidades de investimentos em inovação de longo prazo. De acordo com eles, fica evidente que o financiamento especulativo do mercado financeiro acabou fragilizando os fundamentos sociais do empreendimento inovador.

### **3.1 Os custos da lógica da maximização do valor do acionista**

Diferentemente do que é defendido pelos teóricos da Agência, as benesses da perspectiva de criação de valor para os acionistas não atingiram toda a sociedade. Os expressivos custos sociais e as fraudes corporativas do começo dos anos 2000 retratam parte dos danos causados por esta lógica.

Na era dos acionistas, observou-se uma reorientação das estratégias gerenciais que afetaram fortemente as relações de trabalho e os ganhos dos trabalhadores americanos. As firmas começaram a redefinir quem eram os trabalhadores realmente essenciais. Em consonância com essa apreciação, implementaram práticas de *downsizing* e *outsourcing*<sup>58</sup> pelas quais os trabalhadores ficaram cada vez mais inseguros e insatisfeitos com seus empregos. As grandes corporações industriais fecharam plantas e escritórios, realizaram demissões em massa, deslocaram atividades para outros países e usaram novas tecnologias para substituir o trabalho humano. Estas transformações nas relações de trabalho podem ser

---

<sup>58</sup> Este conceito já foi discutido em uma nota da subseção 2.3.3.3.

ilustradas pelos seguintes dados: “em 1969, as 50 maiores corporações industriais norte-americanas em vendas, empregavam 6,4 milhões de pessoas, o equivalente a 7,5% da força de trabalho civil. Em 1991, estas companhias empregavam diretamente 5,2 milhões de pessoas, correspondendo a 4,2% da força de trabalho” (LAZONICK E O’SULLIVAN, 1997b, p.13).

Parte da explicação para a predominância e a persistência do *downsizing* e do *outsourcing* corporativo tem a ver com as mudanças nos padrões de concorrência e de tecnologia que fez com que uma parcela expressiva da força de trabalho empregada nas grandes corporações industriais se tornasse redundante. Nesta perspectiva, o *downsizing* e o *outsourcing* fazem parte de uma estratégia de reestruturação corporativa com vistas à conservação das capacitações dos empregados remanescentes em gerar as receitas que são usadas para sustentar seus empregos.

Não há dúvida de que a realidade da concorrência internacional e as mudanças tecnológicas requereram uma reestruturação organizacional. Todavia, isto não explica tudo, como fica evidente na análise de Lazonick e O’Sullivan (1997a,b). Estes autores destacam que as transformações nas relações de trabalho dentro das principais corporações industriais guardam fortes relações com as mudanças na forma como é gerida a alocação de recursos dentro destas corporações. Sendo assim, a adoção da retórica da criação do valor do acionista é usada para sustentar as alterações observadas nas relações de trabalho, visto que esta lógica anuncia que “primeiramente, se não somente, a responsabilidade corporativa deve estar voltada a criar valor para os acionistas. E, assim, desde 1970 muitas corporações têm se tornado obcecadas pelo objetivo de aumentar e distribuir os lucros, às expensas dos trabalhadores” (LAZONICK e O’SULLIVAN, 1997a, p. 14-5).

Além disso, convém recordar que durante o período em que Jimmy Carter foi presidente dos Estados Unidos (de 1977 a 1981) deu-se início a um processo em que começaram a ser adotadas políticas governamentais que visavam diminuir a rigidez no mercado de trabalho, com isso ficou mais difícil para os trabalhadores se organizarem, abrindo espaço para que as firmas diminuíssem o pagamento de benefícios e realizassem demissões em massa (FLINGSTEIN E SHIN, 2003). De fato, estas mudanças repousam nas

premissas do modelo da Agência que supunham que, de tempos em tempos, o mercado de capitais eliminava a capacidade ociosa. Assim sendo, as ineficiências do período precedente que se manifestavam na forma de sobreinvestimento e sobre-emprego seriam devidamente superadas.

Na interpretação de alguns autores, as mudanças nas condições de trabalho também respondem pelo aumento da desigualdade na sociedade americana. Vale ressaltar que um primeiro momento os instrumentos de reestruturação corporativa atingiram somente os trabalhadores de chão de fábrica, mas logo em seguida se estenderam aos trabalhadores com maior qualificação, como afirmam Flingstein e Shin (2003):

... as grandes modificações na distribuição de renda eram reflexos das alterações nas condições de trabalho. Em geral, todos os trabalhadores se tornaram menos seguros durante os anos de 1980 e 1990. Todavia, houve uma bifurcação do trabalho de tal forma que as mudanças nas relações de emprego afetaram mais dramaticamente os trabalhadores menos qualificados e de menor renda. (...) Os trabalhadores com rendas maiores continuaram a gozar de mais benefícios (p.8).

Assim, a deterioração nos indicadores de desigualdade de renda é consequência, em extensa medida, das mudanças nas condições de trabalho. Trata-se de um dos efeitos mais perversos observados na lógica da maximização do valor dos acionistas, posto que ao consentir que a elite financeira seja a maior beneficiária dos ganhos de produtividade isto acabou contribuindo para exacerbar a desigualdade de renda de forma ampla. Na leitura de Lazonick e O'Sullivan (2000), a piora observada na distribuição de renda nos Estados Unidos, só é em parte explicada pela tendência das corporações estadunidenses em reduzir o tamanho da força de trabalho e pela obsessão destas firmas em gerar e distribuir lucros. A outra parte da história tem a ver com o que estes autores denominaram de *hipótese da base de habilidades*. De acordo com esta hipótese, diferentemente de como aconteceu desde o pós- Segunda Guerra até os anos de 1970 quando predominou a estratégia de *reter e reinvestir*, os anos 1970 e 1980 foram marcados pela ausência de investimentos voltados ao treinamento e qualificação dos operários de chão de fábrica “o que provou ser o calcanhar de Aquiles das corporações americanas diante da competição internacional, especialmente a competição com as companhias japonesas que inovaram apoiando-se numa base de habilidades mais ampla e mais profunda que a americana” (LAZONICK E O'SULLIVAN, 1997a, p. 30).

Portanto, de maneira geral os críticos da lógica da maximização do valor do acionista argumentavam que após a difusão do movimento pró-acionista observou-se um prejuízo à economia americana com danos sobre a produtividade das organizações, posto que os gerentes foram pressionados a encurtar seus horizontes de investimento. Neste sentido, uma vez que se defina a firma como uma coleção de ativos usados pela hierarquia organizacional com fins de criar serviços produtivos que permitam a valorização do capital, a crítica sustenta que a busca ininterrupta pelo aumento dos fluxos de caixa num curto horizonte de tempo acaba sendo desastrosa em termos de crescimento de longo prazo. Os defensores desta idéia também acreditavam que as práticas voltadas às reestruturações não promoveram o aumento da eficiência e produtividade, ao contrário, os ganhos resultavam das quebras de contratos com os funcionários e dos erros na avaliação realizada pelos mercados de capital ineficientes. Nesta linha Singh e Zammit (2006) afirmam que há evidências empíricas e razões teóricas para sugerir que os *takeovers* motivaram o “curto-prazismo das estratégias gerenciais (...) e também fizeram com que as recompensas econômicas resultassem mais da engenharia financeira do que dos esforços para melhoria dos produtos e corte nos custos” (p. 18). Tendo isso em vista, boa parte das recomendações feitas pelos críticos da lógica da maximização do valor do acionista era no sentido de refrear a atividade de *takeover* visto que seus benefícios seriam ilusórios, ao passo que seus custos seriam reais.

Ademais, outro aspecto negativo que pode ser imputado à predominância do ativismo do acionista no interior das grandes corporações são os escândalos envolvendo fraudes corporativas. Como já foi visto, a lógica da maximização do valor do acionista produziu uma estrutura de incentivos que impeliu os gerentes a dedicar uma atenção especial aos balanços contábeis das empresas, de modo a fazer com que eles parecessem bons aos olhos dos analistas financeiros que, então, recomendavam a compra das ações de empresa lucrativas, o que por sua vez, aumentava o valor do acionista. Isto abriu espaço para a utilização da engenharia financeira e uso de práticas contábeis para manipular os balanços, de modo a ressaltar os ativos e esconder os passivos que poderiam fazer com que o índice de retorno do capital parecesse ruim. Nas palavras de Belluzzo (2005):

Enron, WorldCom, Adelphia, Tyco, Cirio, Xerox, Parmalat e Adecco. A sucessão de escândalos empresariais e financeiros parece não ser fruto de malfetorias isoladas, mas o resultado lógico e sistêmico da abertura e desregulamentação dos mercados de capitais e de crédito. Foi a chamada globalização financeira que impulsionou, conjuntamente, a nova estratégia de internacionalização multimercados e multimoedas da grande empresa produtiva, os circuitos de dinheiro mal havido no mundo do crime organizado e a espantosa ampliação do papel dos paraísos fiscais na intermediação das transações.

Essas foram, sem dúvida, as condições propiciatórias de comportamentos e práticas financeiras que, ademais de ousadas, revelaram-se viciosas (p.12).

A cobiça dos acionistas e dos gerentes das grandes corporações industriais, nos Estados Unidos e na Europa, encontrava-se na base dos escândalos financeiros que sucederam desde o caso da Enron. Na visão de Flingstein (2004) os escândalos corporativos característicos do começo dos anos 2000 foram um sinal do fim da era da maximização do valor do acionista.

No princípio do século XXI, a farsa por trás dos elevados ganhos de certas companhias americanas, sobretudo nos setores de alta-tecnologia e telecomunicações, foi descoberta. Jensen e Fuller (2002a) ilustram com a experiência recente da Enron, os perigos de se conformar com as pressões irrealistas exercidas pelo mercado de ações. Estes autores enfatizam que uma ação sobrevalorizada pode ser tão prejudicial à saúde de longo prazo de uma companhia quanto uma ação subvalorizada. Assim, uma ação sobrevalorizada abre caminho para a adoção de uma variedade de comportamentos organizacionais que geralmente acabam prejudicando a firma. Embora inegavelmente ingênua, a recomendação deles é para que os CEOs saibam “dizer não a *Wall Street*”. Nesta linha, Galbraith (2004) não se surpreende com a ocorrência de fraudes não totalmente inocentes num “sistema econômico em que os beneficiados têm liberdade de estabelecer seus próprios benefícios” (p.49).

Nos anos 1990, notou-se que as expectativas dos analistas estiveram muito acima do que as companhias de alta tecnologia e as *telecom* eram capazes de realizar. Os gerentes colaboraram com esta ficção, tanto porque eles mesmos tinham expectativas irrealistas para suas companhias, ou pior ainda, porque usavam as expectativas dos analistas para estabelecer metas corporativas internas. Em muitos casos, isso afetou a sobrevivência das companhias. Atentemos para o caso emblemático da Enron.

A Enron depois de ser considerada uma das melhores companhias norte-americanas, sendo comparada à Microsoft e à General Eletric, tornou-se refém de seu próprio sucesso. O jogo que a empresa estava disposta a participar se baseava numa medida de avaliação de performance corporativa calculada pelo retorno dos ativos, ou seja, a razão entre ganhos e ativos. Flingstein (2004) mostra que havia duas formas de fazer com que este número aumentasse: ou elevando os ganhos ou diminuindo os ativos. Com base nisto, a Enron adotou uma série de práticas dentre as quais três merecem destaque: i) aparentemente, a empresa tentou reduzir sua dívida através da criação de empresas para movimentar débitos para fora de seus balanços e transferir riscos para seus outros negócios; ii) criação de parcerias que permitiram que a companhia apresentasse ganhos maiores; e iii) uso de um método contábil conhecido como "*mark to market*". O uso deste método permitiu a Enron contar ganhos projetados de contratos de energia de longo prazo (e de outros negócios) como receita corrente, embora estas fossem receitas que não deveriam ser recolhidas por muitos anos. Cumpre lembrar que as empresas de auditoria também tiveram um papel importante para a consumação dos escândalos corporativos, na medida em que a convivência muito próxima entre auditores e seus auditados contribuiu “para as atividades temerárias e mesmo criminosas que acabamos de mencionar (...) [*dando*] cobertura a ações tortuosas que se estenderam até o furto assumido” (GALBRAITH, 2004, p.70).

As fraudes características da crise das *pontocom* implicaram na falência de firmas e a mudança na legislação, haja vista o estabelecimento da Lei Sarbanes-Oxley<sup>59</sup>. Isso fica bem claro na seguinte passagem de Galbraith (2004):

É necessária uma regulamentação independente, honesta, profissionalmente competente, uma coisa difícil (...) em um mundo dominado pelas empresas. Isso deve ser reconhecido e levado em conta. Não há alternativa para a fiscalização eficiente. O comportamento dos executivos também pode melhorar pela possibilidade real e concreta de um encarceramento (...).

Mais importante: o bom comportamento da empresa, com regulamentações efetivas, é do maior interesse público. A apropriação indébita dos executivos não é. Isso deve ser entendido como realidade não como oratória ou ameaça. Ninguém deve supor que a fiscalização compartilhada por conselheiros e

---

<sup>59</sup> Esta lei objetivava recuperar a credibilidade do mercado de ações, por meio da retomada da confiança dos investidores. Para isto, a Sarbanes-Oxley criou um novo ambiente de governança corporativa que envolvia a ampliação das responsabilidades gerenciais, o aumento da transparência e sanções aos gerentes para coibir as práticas lesivas às corporações e, também, penalidades associadas às fraudes.

acionistas é suficiente. Corretivos e salvaguardas devem ter força de lei (pp.71-72).

Cumpra observar que os problemas com a lógica da maximização do valor do acionista não ficaram circunscritos ao plano prático. Alguns autores se preocuparam em analisar e propor soluções às controvérsias constitutivas da base teórica da referida lógica. Este será o assunto da próxima seção.

### **3.2 A abordagem dos contratos incompletos**

No capítulo anterior, mostramos o argumento usado pela Teoria da Agência para justificar a doutrina do valor do acionista. Vale lembrar que o argumento a favor dos acionistas repousa no suposto de que a firma é definida como um nexo de contratos no qual todos os *stakeholders* estão contratualmente protegidos, com exceção dos acionistas cuja remuneração não é previamente especificada nos contratos que vinculam estes indivíduos à firma. Portanto, de acordo com esta perspectiva os acionistas assumem o papel de *residual claimants* que devem ter seus rendimentos maximizados para que a firma como um todo, maximize seu valor.

Inúmeros questionamentos surgiram em torno desta visão da Teoria da Agência, dentre estes merece destaque a abordagem dos contratos incompletos que põe em questão a primazia exclusiva dos acionistas e trazem à tona a clássica pergunta já colocada desde os tempos de Berle e Means (1932) e que se mantém atual até os dias de hoje: quem deve controlar a firma? Dito de outra forma, a que interesses a firma deve atender? Sendo assim esta seção se concentra em expor a visão de Zingales (1998, 2000), Rajan e Zingales (1998), Blair (1995) e Blair e Stout (1999) no que tange à nova concepção do processo de criação de valor dentro da firma que tem como resultado um ponto de vista diferente quanto ao(s) beneficiário(s) da administração de uma corporação.

#### **3.2.1 A importância do capital humano**

É sabido que na economia neoclássica padrão, representada pelo modelo de Arrow-Debreu, os agentes dotados de racionalidade ilimitada podem antever sem custo todas as contingências associadas a um contrato. Como resultado, a totalidade das decisões é tomada

previamente ao estabelecimento dos contratos e todas as quasi-rendas (ou, excedente) são alocadas *ex-ante*. Esta é a proposição adotada pela Teoria da Agência que claramente é uma vertente de filiação neoclássica. Assim, considerando a abordagem dos nexos de contratos, num mundo onde todas as contingências futuras observáveis podem ser definidas contratualmente sem custo e *ex-ante*, não haveria espaço para a governança (ZINGALES, 1998, 2000). No entanto esta conclusão está longe de conquistar a unanimidade entre os estudiosos de governança corporativa.

Nesta linha, Zingales (1998) propõe que ainda que a explicação apresentada pela visão dos nexos de contratos seja amplamente popular, ela é insuficiente. Segundo este autor, a proteção contratual fornecida às partes envolvidas numnexo de contratos seria completa somente no caso dos contratos serem completos<sup>60</sup>. Todavia, se os contratos forem completos, perde sentido afirmar que os acionistas são os únicos *residual claimants* das firmas, isso porque eles também teriam seus rendimentos contratualmente especificados *ex-ante*. Em outras palavras, num mundo de contratos completos (quando tudo está contido e previsto no contrato inicial), todas as decisões são tomadas *ex-ante* e, por esta razão, os acionistas não desfrutariam *ex-post* de mais privilégios que nenhum outro *stakeholder*. Neste contexto seria possível refutar os fundamentos econômicos por trás do argumento da abordagem dos nexos de contratos que estabelece que os acionistas precisam de mais proteção do que as demais partes interessadas na firma.

A partir dessa observação é que Zingales (1998) se concentra em analisar situações de incompletude contratual, isto é, quando se considera o verdadeiro desdobramento (a dimensão *ex-post*) dos contratos. Cabe observar que a incompletude contratual resulta da atuação conjunta da *racionalidade limitada*, que remete aos limites da capacidade humana para lidar com problemas complexos e da *incerteza*, que é uma característica do ambiente que impede que se antevejam todas as contingências futuras relativas a um contrato, ou seja, no caso em que a presença da incerteza e da racionalidade limitada dos agentes nas relações contratuais impede a implantação de um contrato completo, não é possível

---

<sup>60</sup> As relações contratuais são ditas completas, quando não há nenhuma eventualidade não especificada, em especial quanto à imputação a cada parte, tanto das ações corretivas a serem implementadas, quanto dos custos/benefícios associados; por outro lado, os contratos incompletos são caracterizados pelo fato de que, não é possível prever todas as contingências que podem ocorrer ao longo de sua execução.

anunciar as obrigações de cada parte de maneira completa. Cumpre dizer que, a maioria dos contratos pactuados entre os agentes no mundo real são incompletos<sup>61</sup>.

A partir da discussão feita nos parágrafos anteriores é possível depreender que o argumento utilizado pela Teoria da Agência, que diz que todas as partes envolvidas num contrato estão totalmente protegidas (com exceção dos acionistas), não se segue automaticamente. Isto porque a proteção contratual fornecida às partes no nexo de contratos necessariamente é incompleta. Como resultado, quase todas as partes podem ser *residual claimants* e, então, a maximização do valor do acionista não necessariamente leva à maximização do valor do empreendimento. Neste sentido, Zingales (1998) coloca que:

Somente num mundo onde algumas contingências contratuais sobre as variáveis observadas no futuro são custosas (ou impossível) de defini-las *ex-ante*, há espaço para a governança *ex-post*. Apenas em tal mundo, existem quasi-rendas que devem ser divididas *ex-post* e decisões reais devem ser tomadas. Finalmente, somente num mundo de contratos incompletos é possível definir a firma e discutir a governança corporativa como sendo diferente da governança contratual. Não é de se surpreender, portanto, que a teoria da firma esteja intimamente relacionada com a emergência e a evolução do paradigma dos contratos incompletos (pp.6-7).

O processo através do qual o excedente é dividido *ex-post* afeta os incentivos *ex-ante* uma vez que as partes se comprometem com algumas ações que podem criar ou destruir valor. Nesse sentido, os agentes racionais têm a possibilidade de gastar recursos em atividades ineficientes, cujo único propósito é alterar o produto da barganha *ex-post* a seu favor. Um sistema de governança deve ser capaz de desencorajar estas atividades, através de diferentes incentivos ou alterando os rendimentos marginais associados a estas atividades na barganha *ex-post*.

---

<sup>61</sup> A este respeito é importante ter em mente a definição de direitos residuais de controle introduzida por Grossman e Hart (1986), visto que este conceito é marco fundador da vertente dos contratos incompletos. A teoria dos dois autores supracitados discorre sobre um importante problema que é o da apropriação dos ganhos de um investimento em ativos específicos, ou seja, da divisão das quasi-rendas geradas *ex-post* numa situação em que há incompletude contratual. Num mundo de contratos incompletos é necessário alocar os direitos residuais referentes a tomada de decisões *ex-post* diante de contingências não especificadas. Neste contexto, existem certos elementos decisivos que não podem ser antevistos, o que caracteriza uma indeterminação desde o princípio. É por este motivo Hart (1995) afirma que a “estrutura de governança importa quando algumas ações que devem ser tomadas no futuro não foram especificadas no contrato inicial” (p. 679).

Em vista disto, Zingales (1998) define um *sistema de governança* como um conjunto complexo de limites que determinam a barganha *ex-post* sobre as quasi-rendas geradas no curso de uma relação contratual. Neste sistema, o contrato inicial desempenharia um papel central se não fosse a incompletude dos contratos que impede que se especifique totalmente a divisão do excedente em face de todas as contingências possíveis<sup>62</sup>. Com isto, cria-se uma distinção interessante entre decisões tomadas *ex-ante* e *ex-post*. Além disso, a incompletude contratual gera espaço para a barganha. O resultado desta barganha será afetado por inúmeros fatores, dentre os quais, o principal é o ambiente institucional. Cabe observar que esta definição proposta por Zingales, contribui para o entendimento da relação entre o modo que as quasi-rendas são distribuídas e a forma como elas são geradas. Segundo este autor, com o foco sobre esta relação é possível responder a questões fundamentais como quem deve controlar a firma.

No entanto, para seguirmos adiante é preciso tratar de uma questão que precede a discussão sobre governança corporativa que diz respeito à definição de firma. Rajan e Zingales (1998) e Zingales (2000) argumentam que recentemente foi observada uma mudança na natureza da firma que tem implicações sobre o foco do debate de governança corporativa, que passou a se concentrar no estudo de mecanismos que dão à firma o poder de fornecer incentivos para controlar e reter o capital humano.

Com as mudanças recentes na natureza das organizações, a extensão e as exigências dos mercados e a disponibilidade de financiamento, têm-se dado muito mais importância ao capital humano especializado. Para os autores supramencionados, partindo da observação de que recentemente o capital humano tem assumido um papel de grande importância no interior das firmas, eles propuseram uma definição de firma em que esta é tida como um nexos de investimentos específicos, que deve ser entendido como uma combinação de ativos e pessoas mutuamente especializados. Deste modo, diferentemente da abordagem do nexos de contratos, esta definição reconhece explicitamente que a firma é uma estrutura complexa que não pode ser replicada instantaneamente. Nesta linha Zingales (2000) apresenta duas grandes mudanças ocorridas na natureza das firmas:

---

<sup>62</sup> Isto pode ser muito custoso ou completamente impossível num contexto em que as contingências não são antevistas.

Primeiro, os ativos físicos, que eram usados como principais fontes de rendas, tornaram-se menos únicos e não estão mais comandando grandes rendas. Melhorias nos mercados de capitais tornaram mais fáceis o financiamento de ativos caros, o que certamente contribuiu para essa mudança (...).

Segundo, o aumento da competição a nível mundial acabou elevando a demanda por processos de inovação e melhorias na qualidade [*dos produtos*], que só podem ser geradas por funcionários talentosos. Assim, a procura por mais inovação, aumenta a importância do capital humano (p.1642).

Com efeito, as mudanças ocorridas no âmbito das firmas também afetaram as estratégias de governança corporativa, que se tornaram mais complexas. Neste sentido, Zingales (2000) conclui que num ambiente em que “o capital humano é crucial e os contratos são altamente incompletos, a principal meta de um sistema de governança corporativa deve ser proteger a integridade da firma e os novos preceitos necessários para a firma se desenvolver” (p.1645) e assim sendo, a maximização do valor do acionista deixa de ser o objetivo último e exclusivo das firmas. A partir desta perspectiva, portanto, o capital humano não está vinculado aos ativos inanimados e, com isso, a definição legal de firma que se concentra em torno da propriedade de ativos inanimados, perde utilidade. Neste novo ambiente, o capital humano da firma representado pelos seus empregados, tornou-se muito mais importante e, ainda, mais específico<sup>63</sup>, o que justifica a ampliação da preocupação em fornecer recompensas adequadas aos trabalhadores que “investem suas vidas” nos seus respectivos empregos.

Neste ponto, é importante mencionar uma observação feita por Aglietta e Rebérioux (2005). Neste livro, estes autores propõem uma revisão das críticas aos fundamentos da lógica da maximização do valor do acionista atentando para a existência de um efeito derivado do desenvolvimento de um tipo de risco que é interno à força de trabalho e que resulta da tendência do aumento da especificidade do capital humano. Segundo eles, este aumento constitui num fator de risco, porque o pagamento dos salários dos trabalhadores depende da distribuição futura de quasi-rendas geradas pelo investimento em capital humano, que é naturalmente incerta: este risco será tanto mais forte quanto maior for a especificidade do capital humano. Dito de outra forma, dada a natureza não re-empregável do capital humano, os trabalhadores ocupam uma posição desvantajosa no momento em

---

<sup>63</sup> O setor financeiro é um dos setores em que a importância relativa do capital humano tem crescido de forma mais acentuada (RAJAN E ZINGALES, *op. cit.*).

que é renegociada a alocação das quasi-rendas. Assim, são necessárias medidas capazes de proteger o capital humano de forma eficiente, isto é, os investimentos realizados pelos trabalhadores devem estar assegurados por meio de vários dispositivos, como por exemplo, um sistema de promoção pré-definido.

Deste modo, definir a firma de forma ampla permite entender o porquê o direito residual de controle é alocado para os fornecedores de capital e, também, quais são os motivos que fazem com que seu uso seja na maioria das vezes delegado a um quadro de diretores. As novas tarefas assumidas pelo quadro de diretores é outro aspecto crucial da concepção de firma adotada por Zingales (1998, 2000) e Rajan e Zingales (1998). Estes últimos sugerem uma teoria da firma que parte de proposições da literatura dos Direitos de Propriedade<sup>64</sup>, identificando *o acesso a recursos* como um mecanismo alternativo não contratual para alocar poder no interior da firma. De acordo com esta definição, o acesso é entendido como a habilidade em usar ou trabalhar com um ativo crítico. O agente que têm acesso privilegiado aos recursos não têm direitos de controle residuais. Assim, “se o recurso crítico é uma máquina, o acesso compreende a habilidade em se operar a máquina, se o recurso é uma idéia, o acesso envolve a exposição de detalhes da idéia; se o recurso é uma pessoa, o acesso abarca a habilidade em trabalhar próximo a esta pessoa” (p. 388).

Em função das mudanças na natureza da firma, os diretores passaram a assumir a responsabilidade acerca da integridade das empresas nas quais eles trabalham, uma vez que todas as partes envolvidas na produção têm que realizar investimentos específicos substanciais ao longo do tempo, assim:

...pode ser ótimo para uma terceira parte não envolvida ter a propriedade dos ativos. Em essência, a terceira parte absorve as oportunidades perdidas com a especialização. É precisamente pelo fato de que [os diretores] não realizam investimentos específicos, que eles estão na melhor posição para arcar com as perdas (RAJAN E ZINGALES, 1998, p. 422).

Finalmente e a despeito de todo o desenvolvimento teórico proposto por Zingales (1998, 2000), este autor ressalta que a abordagem dos contratos incompletos ainda se encontra num estágio de conhecimento muito incipiente, o que impede que seus resultados sejam plenos.

---

<sup>64</sup> As principais idéias desta vertente teórica serão apresentadas na próxima sub-seção.

### 3.2.2 A teoria da produção em equipe

Em paralelo com a crítica exposta acima, Blair (1995, 2003) e Blair e Stout (1999) também fazem objeções à proposta da firma como umnexo de contratos que confere aos acionistas o *status* de únicos *residual claimants*. Estes autores acreditam que o principal elemento necessário para estimular a criação de riqueza na atividade produtiva deveria ser um conjunto de normas influentes, que destacasse o papel desempenhado pelas pessoas e pela integridade do grupo, ou seja, o comportamento cooperativo entre os membros das equipes e a responsabilidade das relações da equipe nas grandes comunidades em que elas operam. Assim, na sequência será apresentado o argumento alternativo proposto pelos autores citados acima que ficou conhecido como Teoria da Produção em Equipe ou Teoria dos *Stakeholders*.

#### 3.2.2.1 O questionamento da análise econômica convencional da firma

Antes iniciarmos a apresentação da Teoria dos *Stakeholders* cabe recuperar algumas definições da Teoria dos Direitos de Propriedade (doravante, TDP) para que se tenha uma melhor compreensão dos fundamentos teóricos contidos na argumentação apresentada por Blair (1995, 2003) e Blair e Stout (1999).

De acordo com a TDP, quando ocorre uma transação econômica, são transferidos direitos de propriedade, sendo que o valor desse direito é que constitui o elemento decisivo para definir o valor do bem que está sendo transacionado, pois “não são as mercadorias, *per se*, que dão satisfação, mas sim o que as pessoas estão autorizadas a fazer com as mesmas” (SIFFERT FILHO, 1996, p. 15).

Num artigo publicado em 1972, Alchian e Demsetz, que são dois expoentes da TDP, associam a questão dos direitos de propriedade à gênese da firma. Segundo estes autores, a tarefa de produzir é um trabalho em equipe e não a soma das produções individuais de cada um dos seus membros. Com isso, é introduzida uma questão que ficou conhecida como *problema da produção em equipe*. Este problema surge em situações nas quais uma atividade produtiva requer investimentos combinados e esforços coordenados de dois ou mais indivíduos/grupos que efetuam investimentos num empreendimento conjunto -

contribuindo com esforço, capital e idéias – que podem não ser recuperáveis, exceto por viabilizar o empreendimento e compartilhar a renda que ele gera. Nestes casos em que os investimentos dos membros da equipe são específicos à firma (ou por serem difíceis de recuperar uma vez que se tenha feito o compromisso com o projeto ou pelo fato do produto do empreendimento ser indivisível ou, por fim, por ser difícil de atribuir uma parcela específica do produto conjunto a qualquer contribuição particular de um membro) podem surgir sérios problemas em como determinar a divisão do excedente econômico gerado pela produção em equipe.

As regras de divisão de lucros *ex-ante* abrem espaço para a ocorrência de trapagens, ao passo que as tentativas de dividi-los *ex-post* criam incentivos para ações oportunistas que podem corroer os ganhos econômicos provenientes da produção em equipe<sup>65</sup>. Na prática, é impossível tentar evitar trapagens e ações oportunistas através da definição contratual de recompensas para os membros da equipe, especialmente quando a produção em equipe é um processo complexo, contínuo ou incerto. Conseqüentemente, Alchian e Demsetz (1972) concluem que um dos problemas da organização econômica consiste na dificuldade em se determinar uma relação de correspondência entre a produtividade dos insumos e a remuneração dos seus proprietários, ou seja, é complicado estabelecer de forma precisa os incentivos eficientes ao comportamento dos agentes pois “caso as remunerações sejam aleatórias, sem levar em conta o esforço produtivo e se as remunerações estiverem negativamente correlacionadas com a produtividade, a organização estaria submetida a sabotagens” (p.143). Portanto, de acordo com esta perspectiva, a organização econômica deve ser responsável por exigir tanto a medição da produtividade dos recursos, como das remunerações, estabelecendo uma correspondência entre estas.

Isto posto, Alchian e Demsetz (1972) defendem que as hierarquias surgem como um modo para resolver estes problemas. Eles propõem que num sistema hierárquico de produção, um membro da equipe deve monitorar as ações dos demais para garantir que

---

<sup>65</sup> O problema da produção em equipe trata do excesso da produção conjunta sobre a soma do que seria produzido individualmente por cada parte envolvida. Nas palavras de Azevedo (1996) a existência deste tipo de problema “impede que se identifique com clareza quanto do rendimento total deve ser atribuído a cada parte. (...) Esse tipo de situação pode ser um desestímulo à dedicação que as partes podem exercer no trabalho” (pp.22-23). Assim a produção cooperativa necessita de algum mecanismo de controle que discipline o comportamento dos agentes, como forma de coibir a preguiça de seus participantes.

ninguém está sendo negligente. A fim de motivar o monitoramento, a hierarquia deve estar arranjada de forma que os demais membros da equipe tornam-se empregados que recebem salários fixos que equivalem ao seu custo de oportunidade.

É com base nas conclusões da Teoria dos Direitos de Propriedade que Blair e Stout (1999) afirmam que uma das questões centrais que atingem as corporações é o problema da produção em equipe. Quando uma equipe é pequena, geralmente seus membros desenvolvem relações e termos de trabalho, sem precisar elaborar regras de governança corporativa. No entanto, um grande empreendimento, que envolve centenas de participantes, requer alguns arranjos institucionais que facilitem e promovam a cooperação entre os membros da equipe. Para estes autores, embora o modelo de agência tenha sido muito útil para analisar certos tipos de relações contratuais, ele desconsidera alguns problemas importantes para as corporações.

Neste sentido, é importante notar que Blair (1995) e Blair e Stout (1999) não chegam a se contrapor à perspectiva de que os acionistas são *residual claimants*, ao contrário, eles aceitam esta hipótese pois acreditam que os acionistas têm este *status* porque realizam investimentos em ativos produtivos na empresa e assumem alguns riscos do seu sucesso. No entanto, estes autores argumentam que os ativos físicos nos quais os acionistas supostamente investem não são os únicos ativos que criam valor na corporação. Os ativos humanos também criam valor. A justificativa encontrada pela abordagem da Teoria dos *Stakeholders*, parte do entendimento do conceito de responsabilidade limitada como sendo uma doutrina legal que garante que os acionistas não são responsáveis pelas dívidas (ou prejuízos) da corporação, ou seja, sua responsabilidade é limitada ao montante aplicado nas ações da empresa. Assim, os acionistas sempre ganhariam quando os preços das ações sobem, mas suas perdas potenciais seriam limitadas. Diferentemente, os credores e outros *stakeholders* sustentam parte do risco adverso e ainda que não mantenham o *status* de *residual claimants*, eles podem ser os únicos que saem perdendo caso a firma incorra em prejuízos.

Um exemplo importante refere-se aos empregados de uma empresa. Neste caso, eles realizam investimentos em conhecimento especializado necessários ao seu trabalho, bem

como se preocupam em desenvolver uma reputação dentro da firma. Tais investimentos são específicos ao negócio. Se a firma vai bem, os empregados esperam que no longo prazo seus investimentos específicos sejam reconhecidos por meio de promoções, bônus e outros benefícios. Desta forma, este exemplo ilustra como os investidores em geral, e não apenas os acionistas, compartilhariam de algum grau de risco no empreendimento.

Nesta concepção, é importante ressaltar que cada participante tem algum tipo de direito diante da firma, mas nenhum deles efetivamente é dono da corporação, ou seja, a corporação é uma entidade separada de todos os seus participantes. Conseqüentemente, os acionistas nem são os proprietários das corporações, nem são os únicos *claimants* que realizam investimentos de risco. De acordo com Blair (1995), uma vez considerados os investimentos específicos à firma realizados por seus empregados, é preciso reconhecer os riscos assumidos por eles que estão associados à firma. Deste modo, a autora argumenta que, do mesmo modo que os acionistas, os empregados também devem receber o *status* de *residual claimants*. Assim sendo, ao alocar os retornos corporativos, a governança das grandes empresas deve estar atenta para a importância que os investimentos dos indivíduos em ativos humanos têm para o sucesso do empreendimento e para a prosperidade da economia. Mais ainda, a própria corporação, e não qualquer um de seus participantes individuais, torna-se a dona de todos os ativos usados na produção, bem como de qualquer produto do empreendimento.

Para Blair e Stout (1999) é equivocado enxergar uma corporação apenas como um pacote de ativos sob uma propriedade comum. Assim, eles propõem que se entenda uma corporação como uma equipe de pessoas que entram num acordo complexo para trabalhar conjuntamente em busca de um ganho mútuo. Nesta perspectiva, os participantes – incluindo acionistas, empregados, e talvez outros *stakeholders* tal como credores e a comunidade local - firmam um acordo sobre o qual eles deixam o controle dos principais produtos e insumos a cargo do quadro de diretores.

Por esta razão é que a *hierarquia mediadora* de uma corporação pode ser vista como uma substituta para os contratos explícitos que são especialmente úteis em situações em que a produção em equipe necessite de vários membros diferentes para fazer inúmeros tipos

de investimentos específicos à firma em projetos que são complexos e imprevisíveis. O modelo da hierarquia mediadora sugere que a corporação pode ser vista não como um nexo de contratos implícitos e explícitos, mas como um nexo de investimentos específicos à firma, realizados por muitos e variados indivíduos que facultam a uma terceira parte - os diretores - o controle sobre seus recursos, na esperança de compartilhar os benefícios gerados por toda a equipe de produção (BLAIR E STOUT, 1999). Assim, quando esta abordagem dos contratos incompletos é aplicada à governança corporativa, ela destaca a dimensão coletiva da firma como um *locus* de coordenação e atualização de habilidades específicas e complementares. Esta coordenação não pode ser reduzida a um conjunto de contratos, exceto no caso em que se assume que estes contratos são amplamente incompletos (AGLIETTA E REBÉRIOX, 2005).

O fato de a corporação ter a propriedade dos ativos usados na produção significa que, na sua formação todos os membros da equipe oferecem suas habilidades para manter o empreendimento. É dessa forma que a análise desenvolvida por Blair (1995, 2003) repousa na observação de que os acionistas não são os únicos que fornecem insumos especializados para a produção corporativa. Os executivos, credores ou a comunidade local também têm contribuições essenciais e têm interesses no sucesso da firma. Neste sentido, Blair e Stout (1999) sugerem que a solução para esse problema é deixar que a lei das corporações substitua os contratos explícitos, pois:

Com a lei da corporação pública os ativos corporativos pertencerão não aos acionistas, mas à própria corporação. Dentro da corporação, o controle desses ativos é executado por uma hierarquia interna cuja função é coordenar as atividades dos membros da equipe, alocar a produção e mediar disputas entre membros da equipe no que tange a alocação de recursos. No topo desta hierarquia ficaria o quadro de diretores cuja autoridade sobre o uso dos ativos corporativos é virtualmente absoluta e cuja independência em relação aos membros da equipe é protegida por lei. O modelo da produção em equipe da corporação pública destaca e explica a função econômica central desempenhada pelo quadro de diretores (pp.250-1).

A partir desta passagem é possível depreender que a Teoria da Produção em Equipe sugere um papel marcadamente diferente para os diretores do que aquele verificado na abordagem do agente-principal, que favorecia a primazia dos acionistas. Enquanto no modelo de agência, os acionistas, vistos como os proprietários das corporações, é que são os responsáveis por contratar os serviços dos diretores para gerir a corporação, no modelo

de produção em equipe, os diretores são as pessoas que têm a responsabilidade legal em trabalhar para a corporação, assumindo um papel importante que é o de servir como mediadores dos membros das equipes, isto é, os árbitros de qualquer disputa que pode surgir entre eles a respeito das estratégias empresariais ou sobre a divisão do produto da empresa.

Segundo a análise crítica de Aglietta e Rebérioux (2005) acerca dos fundamentos da doutrina do valor do acionista, na abordagem dos Contratos Incompletos os diretores não são simplesmente os agentes dos acionistas, pois “suas responsabilidades devem ser exercidas dirigindo-se a toda a firma, de acordo com o que é mais aceito hoje em dia no que tange à análise do conteúdo dessas responsabilidades nas leis corporativas norte-americanas” (p.39). Desta forma, os diretores existem não para proteger os acionistas *per se*, mas sim para proteger os investimentos específicos de todos os membros da equipe corporativa, incluindo os acionistas, gerentes, empregados e possivelmente outros grupos, tal como os credores. Nesta linha, Blair (2003) argumenta que os diretores assumem um papel especial nas corporações, por serem pessoas de honra, integridade e sabedoria, que os membros da equipe podem confiar. No entanto, Aglietta e Rebérioux (2005) advertem que tanto para Zingales (1998), quanto para Blair e Stout (1999) é sumamente importante que o controle último do quadro de diretores permaneça “nas mãos dos acionistas, porque eles ocupam uma posição contratualmente fraca” (p.39).

### **3.3 A ausência de tratamento da inovação**

Ainda que a Teoria da Produção em Equipe apresentada acima leve em conta os interesses dos *stakeholders*, para autores como O’Sullivan (2000) e Lazonick (2007), ela ainda não é uma solução suficiente para as questões teóricas da ideologia da maximização do valor do acionista, pois o grande problema com esta lógica reside na falta de uma teoria para a firma inovadora. Neste sentido, cumpre observar que tanto a teoria convencional da maximização do valor do acionista, como sua alternativa a teoria dos *stakeholders*, contam com conceitos de alocação de recursos emprestados da teoria neoclássica e que, como consequência, não incorporam um estudo sistemático da inovação no seu arcabouço analítico. Segundo O’Sullivan (2000), o problema central com ambas as abordagens

teóricas tem a ver com suas raízes neoclássicas, que fazem com que elas se concentrem exclusivamente no estudo das estruturas de governança que facilitam a utilização ótima dos recursos produtivos existentes e negligenciem a governança do processo através do qual os recursos são desenvolvidos, bem como utilizados, na economia. Em vista disso, a autora conclui que “o foco destas teorias reside sobre quem recebe estes retornos residuais e como isto afeta o desempenho corporativo, ao invés de se concentrar em como esses resíduos são gerados através do desenvolvimento e utilização dos recursos” (p.394). Assim o entendimento de como são gerados os retornos dos investimentos, não pode ser feito sem analisar o processo através do qual os recursos são desenvolvidos e utilizados dentro da economia. A partir disso, portanto, O’Sullivan (2000) e Lazonick (2002a, b; 2007) sustentam que uma teoria relevante da alocação dos recursos deve incorporar um entendimento das características centrais do processo inovador.

Para ser bem sucedida, a organização da firma inovadora deve comprometer estrategicamente recursos financeiros para desenvolver as capacidades daqueles recursos produtivos que requerem aprendizado cumulativo e coletivo, enquanto adquirem no mercado aqueles recursos produtivos que não requerem aprendizado. Por conseguinte, a capacidade de desenvolvimento de uma economia está intimamente relacionada à maneira como as receitas corporativas são alocadas. Durante o capitalismo gerencial, ou melhor, na era do “reter e reinvestir”, os ganhos retidos (lucros não distribuídos), por exemplo, forneceram os recursos financeiros exigidos para sustentar investimentos sobre as capacidades produtivas que tornaram possíveis tanto a inovação, quanto o desenvolvimento econômico. Neste sentido, O’Sullivan (2000) observa que o financiamento dos investimentos com base na retenção de lucro, que utiliza parte das receitas geradas pelas atividades prévias do empreendimento para financiar o investimento em novas atividades, é uma prática que foi e continua sendo amplamente difundida em todos os países industriais avançados<sup>66</sup>.

---

<sup>66</sup> Vale atentar para o fato de que, contrariamente à percepção comum, em grande medida o mercado de ações não serve como uma fonte de recursos para investimentos em negócios de longo prazo das firmas. Dito de outra forma, nos últimos anos a Bolsa não tem atuado como financiadora das empresas, pois estas estão pagando mais do que recebendo de seus acionistas. Tal observação pode ser corroborada por Plihon (2005) quando ele afirma que “as emissões líquidas das ações pelas empresas (emissões brutas menos as recompras de ações e os dividendos) são negativas na Europa e nos Estados Unidos” (pp.142-3).

Isto posto, torna-se importante a construção de uma teoria da firma inovadora, a qual parte do entendimento de que a inovação é um processo através do qual os recursos produtivos são desenvolvidos e utilizados para gerar produtos de maior qualidade e de menor custo em relação aqueles disponíveis previamente. Desde a *Teoria do Desenvolvimento Econômico* de Joseph Schumpeter, sabe-se que a inovação é central para a dinâmica através da qual as economias melhoram não somente seu desempenho ao longo do tempo, como também em relação umas as outras. Na teoria schumpeteriana, as inovações constituem uma ruptura com o padrão existente previamente e são motivadas pela percepção de oportunidades de mercado transformadas em ganho pelos agentes econômicos mais arrojados. Assim:

... o impulso fundamental que inicia e mantém a máquina capitalista em movimento decorre dos novos bens de consumo, dos novos métodos de produção ou transporte, dos novos mercados, das novas formas de organização industrial que a empresa capitalista cria.

...esse processo de destruição criativa é o fato essencial acerca do capitalismo. É nisso que consiste o capitalismo, e é aí que têm que viver todas as empresas capitalistas (SCHUMPETER, 1982, pp.112-3).

Além de schumpeteriana, a teoria da firma inovadora proposta em inúmeros artigos por William Lazonick e Mary O'Sullivan, também apresenta uma herança penrosiana. É sabido que a firma como foi concebida por Penrose (1959) é um empreendimento inovador, pois segundo esta autora a acumulação de experiências de desenvolvimento permite: i) que a firma transfira seus recursos produtivos para novas oportunidades; ii) que a firma defina o mercado para seus produtos tendo em vista a geração de novas oportunidades produtivas; e, iii) que supere os limites gerenciais que na teoria da firma neoclássica são os causadores do aumento dos custos e das restrições para o seu crescimento. Neste sentido, conforme é colocado por Lazonick (2002b) “a principal força metodológica do trabalho de Penrose é seu reconhecimento explícito da diferença entre a empresa inovadora e a firma otimizadora” (p. 24).

Uma teoria da firma inovadora estabelece que, sob certas condições, em certos períodos e em certas indústrias, “uma empresa pode exercer seu poder sobre a alocação dos recursos, trabalho e capital, com a intenção de transformar as condições tecnológicas e de mercado que ela se defronta com vistas à geração de produtos de melhor qualidade e menor

preço” (LAZONICK, 2002a, p.3070). Segue-se desta definição que a firma neoclássica<sup>67</sup>, que assume as condições tecnológicas e de mercado como dadas para tomar suas decisões de alocação de recursos, não é capaz de gerar inovação. Cabe notar que esta proposição máxima da teoria da firma inovadora formulada por William Lazonick e Mary O’Sullivan guarda fortes vínculos com a concepção penrosiana de firma:

Através da transformação das condições tecnológicas e de mercado, a firma inovadora tem potencial não apenas para superar ‘as firmas perfeitamente competitivas’ típicas da teoria neoclássica, mas também são capazes de gerar um excedente suficiente para pagar salários altos para seus empregados e maiores retornos aos outros *stakeholders*, tais como fornecedores e acionistas. Assim, o processo de inovação pode transpor os *trade-offs* existentes entre consumo e produção no que se refere ao destino de recursos e, entre capital e trabalho, no que tange a alocação de retornos no arcabouço da otimização com restrições (LAZONICK, 2002b, p.5-6).

Para contrastar com a estratégia da firma inovadora, Lazonick e O’Sullivan (1996) chamam a estratégia da firma neoclássica de “adaptativa”, pois neste caso a firma busca maximizar lucros sujeita a dadas condições tecnológicas e de mercado. Ao confrontar e transformar as condições de mercado e tecnológicas ao invés de aceitá-las como restrições às suas atividades, a firma inovadora pode ter um desempenho superior àquele que seria apresentado pela firma otimizadora. Nesta linha estes autores afirmam que, diferentemente da firma adaptativa típica da abordagem neoclássica, a firma inovadora pode alterar o ambiente tecnológico em que ela opera através da alocação estratégica de recursos voltados para o aprendizado organizacional. Na teoria da firma inovadora, a empresa não toma a tecnologia (combinação e produtividade dos recursos) como dada. Ao contrário, na busca por uma estratégia inovadora, ela procura gerar novas tecnologias através do aprendizado. Ao definir estrategicamente o processo de aprendizado, as firmas podem desenvolver produtos e processos superiores. Todavia, vale ressaltar que o desenvolvimento de estratégias, a busca por financiamento e a organização não necessariamente resultam em inovação.

Por fim, a teoria da firma inovadora também guarda relação com a perspectiva das capacitações dinâmicas. Teece, Pisano e Shuen (1997) definem as capacitações dinâmicas

---

<sup>67</sup> A firma neoclássica deve ser entendida aqui como uma caixa preta, ou seja, ela tida apenas como uma função de produção através da qual os fatores de produção são reunidos, dada uma tecnologia, com vistas a geração de um produto.

como sendo “a habilidade da firma em integrar, construir e reconfigurar as competências internas e externas diante das mudanças rápidas ocorridas no ambiente” (p.8). Portanto, as capacitações dinâmicas guardam relações com as habilidades associadas à inovação dentro da firma, que incluem desde o desempenho da empresa em criar e desenvolver novos produtos, processos e rotinas, como também a sua virtude em responder eficientemente a mudanças ambientais. Neste sentido, as capacitações dinâmicas são tidas como elementos críticos “para a sobrevivência da empresa no longo prazo. São seus ‘motores de inovação’” (p.91). Contudo, os teóricos dessa abordagem não têm nenhuma orientação sobre com quem deve ficar o controle administrativo, isto é, eles não têm nada a dizer sobre quem deve tomar as decisões estratégicas na organização hierárquica da firma e como deve ser feita a divisão funcional do trabalho para manter a integração da estratégia e do aprendizado e, portanto, sustentar o processo de inovação. Além disso, eles não comentam nada acerca de como os retornos devem ser alocados para garantir o comprometimento financeiro e a integração organizacional necessárias para sustentar o processo de inovação. Ainda assim, é importante ter em mente que para Lazonick (2002a) “a abordagem das capacitações dinâmicas é uma perspectiva emergente (...) cuja orientação geral é consistente com a teoria da empresa inovadora” (p.3069).

### **3.3.1 A teoria da firma inovadora**

Para começar a exposição da teoria da firma inovadora, Lazonick (2004) entende que, por definição, inovação requer aprendizado sobre como transformar as tecnologias e o acesso aos mercados de modo a gerar produtos de maior qualidade e menor custo. No entanto, o aprendizado é uma atividade social que faz o processo inovador ser cumulativo, coletivo e incerto<sup>68</sup>. A inovação é um processo *cumulativo* em virtude de que as possibilidades para transformar as condições tecnológicas e de mercado atuais dependem em extensa medida dos caminhos do aprendizado e das trajetórias de desenvolvimento

---

<sup>68</sup> É válido recuperar parte da análise que Dosi, Teece e Pisano (2007) fizeram a fim de reunir os elementos necessários para uma teoria da coerência corporativa. Nela, eles evidenciam o importante papel desempenhado pelo aprendizado no interior das firmas, muito embora eles tenham outros propósitos que não a formulação de uma teoria da firma inovadora. Segundo eles, “o aprendizado é um processo pelo qual a repetição e a experimentação permitem que tarefas sejam desempenhadas de uma forma melhor e mais rápida e que sejam identificadas novas oportunidades de produção” (p. 191). Em concordância com Lazonick, esses autores destacam a cumulatividade característica do aprendizado, uma vez que o que se aprendeu anteriormente serve como base para o aprendizado de hoje.

tomadas no passado. É *coletivo* porque a transformação das condições tecnológicas e de mercado requer a integração de um grande número de pessoas com conhecimento e habilidades específicos para que eles possam empenhar-se cooperativamente com vistas ao desenvolvimento e utilização de recursos produtivos. Por fim, a inovação é *incerta* haja vista que os processos cumulativos e coletivos que são capazes de transformar as condições tecnológicas e de mercado para gerar produtos de melhor qualidade e menor custo são desconhecidos no momento em que são comprometidos os recursos financeiros para que estes processos sejam levados a cabo. Como resultado, uma empresa inovadora deve ser estratégica para saber como se dedicar ao aprendizado coletivo e cumulativo.

De acordo com a abordagem da teoria da firma inovadora, associadas às características de incerteza, cumulatividade e coletividade do processo de inovação, tem-se como consequência que o empreendimento inovador requer estratégia, financiamento e organização. Com isso, outro elemento fundamental da teoria da firma inovadora tem a ver com o processo de alocação de recursos. Conforme é colocado por O'Sullivan (2000), este pode ser caracterizado como estratégico, de desenvolvimento e organizacional.

A alocação de recursos para a inovação assume um caráter *estratégico*, pois os recursos são destinados para superar as condições de mercado e tecnológicas que as outras firmas tomam como dadas. Assim, as decisões estratégicas são uma resposta criativa às condições existentes. Na teoria da firma inovadora desenvolvida por O'Sullivan (2000), o papel da estratégia é confrontar a incerteza em alocar os recursos em investimentos voltados a desenvolver capacidades humanas e físicas que podem permitir a competição das firmas por mercados de produto específicos. Definir a organização do trabalho estrategicamente de uma forma inovadora requer a visualização de inúmeras potencialidades que estavam previamente escondidas e que agora, acredita-se que estão acessíveis. A base para a tomada de decisão estratégica muda na medida em que o aprendizado se acumula no decorrer do processo inovador.

Segundo Lazonick (2004) as estratégias das firmas estão relacionadas às suas escolhas no que tange os mercados de produtos nos quais elas são concorrentes e as tecnologias que as ajudam a se tornarem mais competitivas. O empreendimento inovador

requer que aqueles que exercem o controle estratégico sejam aptos a reconhecer as potencialidades e as deficiências competitivas da base de habilidade existente na firma e, assim, as mudanças necessárias para que esta base inovadora responda aos desafios competitivos.

A alocação de recursos financeiros é um processo *de desenvolvimento* visto que envolve compromissos irreversíveis de recursos com retornos incertos. “Comprometer recursos com inovação significa abrir mão da troca, enquanto o processo de aprendizado está ocorrendo” (O’SULLIVAN, 2000, p.407). O que um agente aprende acaba alterando a forma como ele concebe um determinado problema, as possibilidades para a sua solução e a direção apropriada para um aprendizado adicional. Assim, a escala do investimento inovador depende não apenas do tamanho do investimento em recursos produtivos e das habilidades e incentivos daqueles que aprendem, mas também da duração do investimento necessário para sustentar o processo ao longo do período em que ocorre o aprendizado. Os retornos desses investimentos de desenvolvimento são altamente incertos, e os investimentos que irão resultar no desenvolvimento de produtos de maior qualidade e menor custo, não podem ser conhecidos anteriormente.

Dadas as condições macroeconômicas, uma firma que tenta inovar se defronta com três tipos de incerteza: incerteza tecnológica, incerteza de mercado e incerteza competitiva<sup>69</sup> (LAZONICK, 2007b). A *incerteza tecnológica* refere-se à possibilidade de uma firma não ser capaz de desenvolver produtos e processos de melhor qualidade como esperado pela sua estratégia de investimento inovador. Já a *incerteza de mercado* existe porque, mesmo quando a firma é bem-sucedida ao desenvolver seu esforço inovador, reduções futuras nos preços dos produtos e/ou elevações no preço dos fatores, podem diminuir os retornos dos investimentos. Finalmente, a *incerteza competitiva* está presente mesmo quando uma firma de negócio é bem sucedida na geração de um produto que tenha alta qualidade e/ou baixo custo *vis-à-vis* o que ela era capaz de produzir anteriormente. Isto porque o sucesso no desenvolvimento de um novo produto ou processo não necessariamente implica um ganho de vantagem competitiva e geração retornos, já que um concorrente que também busca uma alternativa inovadora pode se sair ainda melhor. A

---

<sup>69</sup> Esta terminologia de incerteza produtiva e competitiva vem de Lazonick (1991, pp.199-202).

incerteza inerente ao processo de inovação se desdobra ao longo do tempo e por esta razão, o financiamento assume o papel de sustentar o acúmulo de capacidades do processo produtivo desde o momento em que os investimentos em recursos produtivos são realizados, até o instante em que são gerados os retornos financeiros com a venda dos produtos.

Finalmente, o processo de alocação de recursos é dito organizacional visto que seus retornos são gerados através da integração de recursos humanos e físicos. De acordo com O'Sullivan (2000), a literatura da inovação considera que o aprendizado que gera produtos de alta qualidade e/ou menor custo é um processo organizacional. A forma como o trabalho está organizado, isto é, o modo como ele é dividido e integrado dentro de uma economia, define a extensão e a maneira que o conhecimento é gerado. O papel da organização é transformar as tecnologias e o acesso aos mercados e, portanto, desenvolver e utilizar as capacidades criadoras de valor dos recursos da firma para gerar produtos que os consumidores querem a um preço que eles estejam dispostos a pagar.

Uma vez que se reconheça que o processo de alocação de recursos da firma inovadora é de desenvolvimento, organizacional e estratégico, isto acaba implicando que a qualquer momento, um sistema de governança corporativa sustenta a inovação por gerar três condições conhecidas por “condições sociais do empreendimento inovador”. São elas: o comprometimento financeiro, a integração organizacional e o controle estratégico. Quando combinadas estas condições garantem o controle organizacional em contraposição ao controle do mercado sobre o conhecimento e o capital que são os insumos críticos para o processo de inovação.

O *comprometimento financeiro* é um conjunto de relações que garantem a alocação de fundos para sustentar o processo de inovação cumulativo até que ele gere retornos financeiros. O chamado “capital paciente” permite que as capacidades derivadas do aprendizado organizacional sejam acumuladas ao longo do tempo, apesar da incerteza inerente ao processo de inovação. Neste sentido, Crotty (2002) destaca que mesmo quando bem sucedida, a inovação pode demorar a gerar retornos. Além disso, é preciso considerar

que a inovação envolve *learning by doing*<sup>70</sup> e por esta razão, a firma pode ter que investir mais capital do que aquele inicialmente planejado para que possa colher os frutos do processo inovador. Somente fontes de financiamento com comprometimento de longo prazo com a firma podem fornecer o capital necessário para sustentar a inovação de longo prazo.

De acordo com O'Sullivan (2000), “o compromisso financeiro permite não apenas a alocação estratégica de recursos para o aprendizado organizacional, mas também a apropriação das receitas do mercado de produtos por meio do empreendimento inovador” (p.410). Como essas receitas são alocadas e, em particular, a extensão em que esses retornos provenientes dos investimentos inovadores bem sucedidos são canalizados estrategicamente para atividades inovadoras futuras é uma questão crítica para sustentar uma estratégia de inovação contínua. Somente através de investimento continuado pode se contrabalançar a depreciação ou obsolescência dos recursos produtivos existentes – habilidades, conhecimento e ativos físicos. Por meio do desenvolvimento destes recursos é que se conserva a vantagem competitiva do aprendizado coletivo. O controle estratégico sobre as receitas internas é o fundamento do compromisso financeiro. A magnitude e a duração dos investimentos em inovação necessitam, contudo, que a demanda por esse “capital interno” possa ser suplantada por recursos externos de financiamento tal como ações, títulos ou dívida.

O investimento em inovação é um investimento direto que envolve primeiramente, a confrontação estratégica com a incerteza tecnológica, de mercado e competitiva. Aqueles que têm habilidades e incentivos para alocar recursos em inovação devem decidir, face à incerteza, quais tipos de investimentos têm potencial para gerar produtos de maior qualidade e menor custo. A partir disso, eles devem mobilizar fontes de financiamento para sustentar o processo de inovação até que ele seja capaz de gerar produtos de maior qualidade e menor preço que permita a realização de retornos financeiros.

---

<sup>70</sup> O *learning by doing* foi evidenciado num ensaio em que Arrow (1962) enfatizou o aprendizado pela prática que consiste no desenvolvimento de crescentes habilidades de produção, com vistas à redução dos custos por unidade produzida.

A outra condição, *integração organizacional*, refere-se a um conjunto de relações que cria incentivos para as pessoas aplicarem suas habilidades e esforços para gerar produtos de maior qualidade e de menor custo do que aqueles previamente oferecidos, ou seja, a integração organizacional está relacionada com a criação e reprodução de um forte comprometimento com as metas de longo prazo da firma pelos seus principais *stakeholders* (Crotty, 2002). A tese de que a integração organizacional busca continuamente a inovação é a chave para que o crescimento sustentado seja baseado na hipótese de que os objetivos e os horizontes de planejamento de longo prazo são fatores cruciais para o sucesso da firma.

A necessidade de integração organizacional deriva da complexidade do processo de inovação. Assim, quanto mais este aprendizado organizacional é coletivo e cumulativo, maiores são os custos fixos associados ao processo de aprendizado. Diferentes modos de compensação (promoção, remuneração e benefícios) são instrumentos importantes para integrar os indivíduos na organização. As bases de habilidades<sup>71</sup> são centrais para a acumulação e transformação de capacitações em indústrias intensivas em conhecimento nas quais as firmas investem na busca por estratégias inovadoras.

A última condição é o *controle estratégico*. Este consiste num conjunto de relações que dá aos tomadores de decisões o poder de alocar os recursos da firma face às incertezas tecnológicas, de mercado e competitiva inerentes ao processo inovador. Deste modo, o controle estratégico garante que a alocação de recursos e retornos corporativos esteja nas mãos de tomadores de decisão que estão integrados com o processo de aprendizado, que por sua vez, gera a inovação e assegura que aqueles que exercem o controle sobre os recursos tenham as habilidades e os incentivos para realizar investimentos inovadores. Dito de outra forma, para a inovação ocorrer os responsáveis pelas posições estratégicas de tomada de decisões devem ter as habilidades e os incentivos para alocar os recursos em estratégias de investimento inovadoras.

Sem as instituições de governança que sustentam a integração organizacional, o compromisso financeiro e o controle estratégico, as firmas de negócio não podem gerar

---

<sup>71</sup> Dentro da firma, a divisão do trabalho consiste em especialidades funcionais diferentes e em distintas responsabilidades hierárquicas. A divisão do trabalho hierárquica e funcional define a base de habilidades.

inovação através de investimento estratégico em processo de aprendizado coletivo. O controle organizacional é sustentado por um sistema de governança corporativa que não implica, contudo, que a inovação irá ocorrer de fato, isso porque primeiramente, os requerimentos organizacionais e financeiros das estratégias de investimentos inovadoras e o processo de aprendizado que eles definem, variam entre as atividades de negócio. Em segundo lugar, a relação entre um sistema de governança corporativa e inovação é complicada dada às mudanças constitutivas ao processo de inovação. A inovação é definida em relação ao ambiente competitivo que ela ocorre. Se certos produtos são considerados de alta qualidade e baixo custo, e, portanto, inovadores, isto depende do custo e da qualidade dos produtos concorrentes. Finalmente, as instituições de governança estão sujeitas a mudanças. A mudança institucional pode ser uma resposta a pressões sociais que não estão relacionadas à dinâmica do processo de inovação.

Com base nesta teoria da firma inovadora, Lazonick (1992a) observa que o período de prosperidade industrial dos Estados Unidos foi caracterizado pela integração organizacional dos gerentes e pelo seu comprometimento financeiro. Quando estes dois elementos se combinam, são fornecidos os fundamentos sociais para o empreendimento inovador (O'Sullivan, 2000). Diferentemente, vimos que diversos acontecimentos dos anos 70 contribuíram para erodir a eficiência do controle organizacional e criar oportunidades para a ascensão do controle de mercado. Este, por sua vez, favorece a liquidez financeira, e não o compromisso financeiro que requer que os tomadores de decisões estratégicas exerçam o controle organizacional sobre as receitas da firma.

Lazonick (1992a,b) sustenta que as firmas que dominaram a competição industrial no século XX foram aquelas que tiveram comprometimento financeiro, não apenas para investir em plantas e equipamentos mas, fundamentalmente, em treinar e remunerar seu pessoal<sup>72</sup>. Através do desenvolvimento superior e da utilização de recursos produtivos, as organizações gerenciais que surgiram nas últimas décadas do século XIX permitiram a transformação dos elevados custos fixos da inovação em produtos de maior qualidade e de baixo custo unitário.

---

<sup>72</sup> Estes aspectos são analisados por Chandler (1990) que faz um estudo minucioso sobre os fundamentos intelectuais por trás da teoria da corporação moderna. Isso foi melhor discutido no capítulo 1.

Ademais, este mesmo autor argumenta que as raízes do declínio da competitividade internacional da economia americana na década de 70, podem ter relação com a negligência sobre o comprometimento financeiro de muitas firmas dominantes bem-sucedidas. Segundo ele, aquelas companhias que buscaram acumular riqueza sem realizar um compromisso financeiro para reconstruir as capacidades organizacionais, estavam simplesmente explorando “uma vulnerabilidade da indústria americana” (LAZONICK, 1992b, p.158). Firms poderosas registradas em *Wall Street* que antes baseavam seus negócios em relações de longo prazo com as corporações industriais estabelecidas, crescentemente passaram a alocar seus lucros em dividendos e recompra de ações, ao invés de sustentar investimentos em inovação.

Lazonick (1992a) chama atenção para os elevados retornos de capital exigidos pelos investidores de portfólio. Este seria o sinal mais evidente da erosão do comprometimento financeiro dos investimentos industriais. Até os anos 80, prevalecia o baixo custo do capital financeiro. Com a elevação dos custos de capital o comprometimento financeiro passou a ser uma tarefa difícil, pois a mobilidade das finanças permitia que o capital impaciente se movesse na busca de maiores retornos de curto prazo. Os elevados retornos e a grande mobilidade do capital influenciavam as decisões dos gerentes das principais corporações americanas a irem de encontro às estratégias de investimentos inovadoras.

Na era do “*downsizing* e distribuir”, os investidores atuam principalmente como investidores de portfólio e, portanto, seu principal objetivo é diversificar sua carteira de modo a minimizar o risco. Além disso, vimos que estes investidores têm responsabilidade limitada, o que explica a ausência de comprometimento deles com estratégias de longo prazo da firma e, por este motivo, não há necessidade para que eles se esforcem em analisar as capacidades inovadoras das firmas. Como consequência, os investidores de portfólio possuem a habilidade de mudar de investimento a qualquer momento tão logo estejam incorrendo em perdas. É esta liquidez dos investimentos de portfólio realizados pelos investidores institucionais que diferencia o tipo de investimento por eles realizado, daqueles investimentos diretos. E mais, distingue esta classe de acionistas, dos acionistas individuais típicos da era do “reter e reinvestir”, que pela falta de liquidez de suas ações, mantinham seus investimentos até que eles gerassem retornos financeiros. Pela razão colocada acima,

argumenta-se que o papel fundamental do mercado de ações no século XX tem sido o de transformar obrigações ilíquidas em obrigações líquidas e assim, separar a propriedade das ações do controle gerencial. Deste modo, os investidores de portfólio querem liquidez financeira, ao passo que os investimentos em inovação exigem comprometimento financeiro<sup>73</sup>.

Portanto, sempre considerando o triunfo dos Estados Unidos durante a Segunda Revolução Industrial, Lazonick (1992b) acredita que para uma firma ser inovadora na Terceira Revolução Industrial é preciso que ela não apenas se aproprie de recursos humanos voltados ao desenvolvimento e se empenhe para promover a integração organizacional, como também é necessário um pesado comprometimento financeiro diante dos retornos que são mais incertos do que nunca.

## **Conclusão**

Foi visto que nos debates de governança corporativa centrado nas teorias do *shareholder* e do *stakeholder*, a maior preocupação continua sendo em relação à alocação dos retornos residuais. Enquanto que para a primeira vertente teórica, os *residual claimants* são os acionistas, os defensores da Teoria dos Contratos Incompletos e da Produção em Equipe admitem que os *stakeholders*, incluindo acionistas, empregados, dentre outras partes interessadas na firma, deveriam ficar com parcela dos retornos residuais. No entanto, os teóricos a favor da primazia dos acionistas acreditam que a Teoria da Produção em Equipe ainda traz uma imprecisão, pois não aponta os princípios que devem orientar a tomada de decisões. Com isso, os gerentes estariam inclinados a seguirem seus próprios interesses haja vista que eles não seriam responsáveis frente a ninguém.

Diferentemente, vimos que de acordo com O'Sullivan (2000) e Lazonick (2007, 2008) o grande problema acerca dos debates de governança corporativa é que neste são desconsideradas as condições para o desenvolvimento da firma inovadora. Evidentemente que estes autores reconhecem que uma teoria da governança corporativa não deve estar

---

<sup>73</sup> É por este motivo que se depreende que o mercado de ações nunca foi uma fonte importante de financiamento para as corporações americanas. De acordo com Crotty (2002), “ele sempre foi um mercado onde os empreendedores poderiam converter o controle de estruturas e equipamentos ilíquidos em moeda e as famílias poderiam depositar valor por um longo período” (p.16).

preocupada exclusivamente com o comportamento econômico inovador, mas dada a centralidade do processo de inovação para o desempenho da dinâmica econômica, eles defendem que os tipos de governança corporativa que irão promover a performance econômica só podem ser determinadas dentro de um arcabouço conceitual que incorpore uma análise da economia da inovação.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo das formas de institucionalização da governança corporativa deve buscar compreender de que forma as corporações alocam seus recursos e, mais do que isso, como se estabelecem as relações de poder em seu interior. Sem dúvida, uma das motivações para esta dissertação se deve ao fato de que, num plano mais amplo, a relevância da temática da governança corporativa está assentada em grande parte na importância que as corporações assumem para as economias nacionais como um todo, uma vez que são elas as responsáveis pela alocação de grandes massas recursos nos níveis nacional e internacional. Efetivamente, o estudo das formas concretas de manifestação das práticas de governança é importante por deslindar as razões pelas quais se permite e, por vezes, são coibidas decisões estratégicas relativas aos tipos de investimentos que as corporações devem fazer e à definição de como os retornos devem ser distribuídos.

Foi visto que o termo “governança corporativa” existe desde o princípio do século XX quando se observou o fenômeno da separação entre a propriedade e o controle das firmas ou, de modo mais atual, o problema da governança corporativa. No entanto, foi nos últimos trinta anos que este tema ganhou força, quando da intensificação do ativismo dos grandes investidores institucionais diante de algumas corporações cuja gestão não privilegiava os acionistas. No padrão atual de governança, os investidores institucionais reconhecidamente assumiram um papel crescente no financiamento de empresas no mundo inteiro. Cumpre dizer que, durante boa parte do século XX os autores que enveredaram para a temática da Teoria da Firma estiveram preocupados em analisar a estrutura e a estratégia das firmas e como se dava o seu crescimento, num ambiente ímpar no qual a divisão do trabalho e a cooperação se revelavam importantes e, não, os conflitos entre gerentes e acionistas (CHANDLER, 1962; 1977; 1990, GALBRAITH, 1967 e PENROSE, 1959).

Isto posto, o presente trabalho teve como objetivos contribuir para a compreensão de como se deu a evolução histórica de dois modelos de governança corporativa marcadamente distintos: o gerencial e o financeiro. No primeiro modelo a tomada de decisões corporativas se encontrava nas mãos dos gerentes que priorizavam a realização de investimentos produtivos e gastos em pesquisa e desenvolvimento, ao passo que no

segundo, eram os acionistas que exerciam a sua supremacia na busca ininterrupta pela maximização do valor de seus portfólios.

Neste sentido, procurou-se apresentar numa perspectiva histórica a evolução do padrão de governança corporativa americano e, introduzir ao mesmo tempo, as bases conceituais para a compreensão dos debates de governança e avaliar as mudanças ocorridas nas diferentes fases da governança corporativa desde os primórdios do século XX, com destaque às principais diferenças existentes entre eles.

Assim sendo, o trabalho se inicia tratando da gênese e do declínio do capitalismo gerencial. Vimos que neste período do capitalismo os lucros gerados pelas empresas eram, quase na sua totalidade, direcionados para a realização de investimentos produtivos, seja na produção *per se* ou na criação de departamentos de pesquisa e desenvolvimento (P&D) voltados ao aprimoramento de processos e produtos, com vistas ao avanço da fronteira tecnológica. Tais investimentos objetivavam a ampliação da capacidade produtiva e o aproveitamento das economias de escala e escopo das firmas. No entanto, para que essa forma de organização industrial assumisse toda essa importância e extensão, especialmente nos Estados Unidos, a separação da propriedade e do controle das firmas foi um elemento determinante, uma vez que este novo modelo de gestão empresarial intensamente hierarquizado e dividido permitiu que as sociedades anônimas ampliassem sua escala e seu escopo produtivo. Por este motivo, dedicamos boa parte do primeiro capítulo à explicação dos aspectos envolvidos nesta dissociação entre a propriedade e o controle da firma.

Ademais, foi visto que a perspectiva de expansão promovida por esta nova forma de propriedade acabou trazendo novos problemas e novas demandas para todos os níveis administrativos. Assim, ocorreu uma reestruturação corporativa, com o consequente remodelamento das estratégias de crescimento, da organização interna das empresas gerenciais, das relações entre as firmas individuais e entre proprietários e gerentes. Nesta linha, o acirramento da competição nos anos 60 pode ser vista como um ponto de inflexão na história da governança corporativa.

Após analisar as principais características dessa forma de governança, centrada na figura do gerente, no reinvestimento de lucros e na inovação, mostramos como que

inúmeros fatores como a perda de competitividade em decorrência da concorrência inter-capitalista e a liberalização e desregulamentação financeiras, contribuíram para o esgotamento do ciclo expansivo verificado no padrão anterior.

Face a este quadro, mostramos como surgiu um novo padrão de gestão das empresas inserido, num plano amplo, no regime de acumulação liderado pelas finanças. Em linha com a argumentação apresentada neste trabalho é possível identificar duas características que se sobressaíram durante o período de vigência da dominância financeira: i) a lógica da criação de valor para os acionistas (alicerçada na Teoria da Agência) e ii) a distribuição de lucros para os *shareholders*, em detrimento do processo inovativo. Tendo isto em vista, discutimos os principais conceitos e características do regime de acumulação liderado pelas finanças e vimos como que a partir deste arcabouço teórico, alguns autores da Escola da Regulação analisam as principais mudanças ocorridas no capitalismo e quais os reflexos destas alterações no âmbito corporativo.

Na sequência, foram apresentadas as principais noções teóricas do enfoque do Agente-Principal que julgamos fundamentais para o entendimento da ideologia pró-acionista. No decorrer do capítulo reconhecemos a importância da Teoria da Agência para abordar o assunto, uma vez que esta vertente teórica de filiação neoclássica trata da questão da separação da propriedade e controle das firmas ressaltando as possibilidades de alinhamento entre os interesses de gerentes e acionistas e na solução de problemas relativos à performance da firma de capital aberto. Neste sentido, apresentamos os principais mecanismos de desestímulo à não-cooperação entre o agente e o principal, tal como as práticas defensivas representadas pelas *poison pills*, *golden parachutes* e *greenmail*, adotadas diante de uma ameaça de tomada de controle (*takeover*). Mostramos também como que os acionistas tentavam incentivar à cooperação dos gerentes com esquemas de compensação baseados em participações acionárias, como é o caso das *stock options*.

O segundo capítulo também destacou a importância assumida pelo mercado financeiro, pelas tecnologias de informação e comunicação e pelos investidores institucionais. Vimos que há uma forte associação entre os dois primeiros, a ponto de

caracterizar o padrão atual do setor financeiro como um descendente da revolução introduzida pelas TIC's. Quanto aos investidores institucionais (fundos de pensão, fundos mútuos e companhias de seguros), eles foram *players* centrais para determinar a reestruturação corporativa ocorrida nos anos 1980. Isto porque, exerceram fortes pressões sobre as estratégias gerenciais a fim de que estas passassem a priorizar os planos de valorização das ações que beneficiariam os *shareholders*. Com isso as metas corporativas passaram a ser “curto-prazistas”, às expensas de um maior comprometimento financeiro do capital com relação as estratégias inovadoras de longo prazo das companhias.

Uma vez apresentada a ideologia pró-acionista, na sequência tratamos de expor as principais críticas, do ponto de vista prático e teórico, que incidem sobre a referida lógica. O aumento da instabilidade no emprego, o desemprego e os escândalos financeiros são alguns aspectos negativos mais ventilados pelos críticos. Numa perspectiva teórica, as críticas se direcionam para o que se julga ser um dos principais problemas da ideologia supramencionada, a saber: o fato da Teoria da Agência oferecer um argumento problemático a respeito do *status* de *residual claimants* concedido aos acionistas. Enquanto para alguns o problema da ideologia do acionista reside na incompletude contratual, para outros a questão envolve o problema da produção em equipe. Deste modo fica claro que, em grande medida, os debates de governança corporativa se concentram numa questão bastante discutida que se refere à alocação dos retornos residuais entre acionistas e demais partes interessadas no desempenho da firma.

Há ainda outros críticos que concentram seus argumentos sobre os inconvenientes decorrentes da filiação neoclássica da ideologia do valor do acionista, a saber, da falta de uma teoria da firma inovadora que impede uma compreensão do processo de desenvolvimento econômico. Dessa forma, vimos que a crítica aventada por William Lazonick e Mary Sullivan tem um foco diferente das críticas citadas acima. Para eles o grande problema acerca dos debates de governança corporativa é que neste são desconsideradas as condições para o desenvolvimento da firma inovadora. Evidentemente que estes autores reconhecem que uma teoria da governança corporativa não deve estar preocupada exclusivamente com o comportamento econômico inovador, mas dada a centralidade do processo de inovação para o desempenho da dinâmica econômica, eles

defendem que os tipos de governança corporativa que irão promover a performance econômica só podem ser determinadas dentro de um arcabouço conceitual que incorpore uma análise da economia da inovação. Portanto, a grande preocupação do presente trabalho foi de expor analiticamente a evolução histórica da governança corporativa, especificamente dos padrões que vigoraram nos Estados Unidos.

Todavia, cumpre fazer uma observação que será explorada em trabalhos futuros: atualmente prevalecem no mundo diversos sistemas nacionais de governança corporativa diferentes, embora o padrão americano apareça como sendo hegemônico. Os distintos modelos nacionais de governança corporativa, tal como o presente nos Estados Unidos, Alemanha, Japão, França, sustentam tipos variados de políticas de alocação de recursos voltadas à realização de investimentos em capacitações produtivas e à distribuição de receitas corporativas. Em linhas gerais é possível identificar dois modelos clássicos de governança corporativa: o que prevalece nos Estados Unidos e o predominante na Alemanha. Apesar das diferenças, todos os modelos têm em vista, de um modo ou de outro, a busca de um melhor desempenho econômico. O que distingue os modelos de governança corporativa um do outro são as diferentes visões sobre as fontes e as medidas de desempenho econômico, incluindo os tipos de investimentos que criam valor, a distribuição dos lucros entre os diferentes participantes da economia (*stakeholders*), e a sustentabilidade da performance econômica ao longo do tempo.

Vale mencionar, a existência de uma linha de pesquisa que se dedica a estudar a hipótese (controversa) a respeito da convergência entre padrões de governança para um sistema comum de gestão corporativa. Esta é uma hipótese que se origina a partir de pressões criadas pela maior integração e globalização entre as economias. É importante notar que embora o modelo estadunidense tenha sido alvo das mais variadas críticas, que foram em boa parte tratadas nesta dissertação, alguns autores observam uma tendência por parte das mais importantes empresas do mundo, incluindo as alemãs, no sentido de se aproximarem deste modelo no que diz respeito às metas corporativas centrais e às práticas de governança que tornam possíveis o alcance de tais objetivos. Deste modo, tendo como ponto de partida a fecundidade deste campo de pesquisa é possível avançar na discussão da

governança corporativa, evidenciando não apenas seus aspectos históricos e teóricos, como também seus importantes elementos institucionais.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGLIETTA, M. (2000) Shareholder value and corporate governance: some tricky questions. *Economy and Society*, vol.29, n.1, pp. 146-59.
- AGLIETTA, M. e BRETON R. (2001) Financial systems, corporate control and capital accumulation. *Economy and Society*, vol. 30, n. 4, pp. 433-66
- AGLIETTA, M; REBÉRIOUX, A. (2005) Corporate Governance Adrift. A Critique of Shareholder Value. Cheltenham, U.K.: Edward Elgar Publishing.
- ALCHIAN, A.; H. DEMSETZ (1972) Production, Information Costs and Economic Organization, *American Economic Review*: 777-705.
- ALDRIGHI, D. M. (2003) The Mechanisms of Corporate Governance in the United States: An Assessment. *Revista Brasileira de Economia*.
- AZEVEDO, P. F. (1996) *Integração Vertical e Barganha*. Dissertação (Doutorado em Economia) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- BAGWELL, L. S.; SHOVEN, J. B. (1989) Cash Distributions to Shareholders. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 3, No. 3, pp. 129-140
- BECHT, M.; BOLTON, P.; RÖELL, A. A. (2002) Corporate Governance and Control. *ECGI - Finance Working Paper* No. 02/2002. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=343461>
- BELLUZZO, L. G. (1997) Dinheiro e as transfigurações da riqueza. In Tavares, M. C. e Fiori, J. L. *Poder e Dinheiro*. Rio de Janeiro: Vozes.
- \_\_\_\_\_. (2005) Prefácio. In: CHESNAIS, F. *A Finança Mundializada*. São Paulo: Boitempo.
- BELLUZZO, L. G; TAVARES, M. C. (1980) O Capital Financeiro e a Empresa Multinacional. *Temas de Ciências Humanas*, Vol. 9.
- BERLE, A.; MEANS, G. (1932) *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo. Abril Cultural, 1984.
- BLAIR, M. (1995), *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*. Brookings Institution Press: Washington DC.
- \_\_\_\_\_. (2003) Shareholder Value, Corporate Governance, and Corporate Performance: A Post-Enron Reassessment of the Conventional Wisdom, in Peter K. Cornelius and Bruce Kogut, eds., *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*, Oxford University Press, pp. 53-82.

- BLAIR, M.; STOUT, L.(1999) A Team Production Theory of Corporation Law, 85 *Virginia Law Review*, n. 247.
- BONOMI, C. A.; MALVESSI, O. (2008) *Project Finance no Brasil: Fundamento e Estudo de Casos*. Editora Atlas, São Paulo.
- BOYER, R (1990) *A teoria da regulação: uma análise crítica*. Tradução de Renee Barata Zicman. São Paulo, Nobel.
- \_\_\_\_\_. (2000a) Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. *Economy & Society*, 29(1), pp.111-145.
- \_\_\_\_\_. (2000b) The Political in the Era of Globalization and Finance: Focus on Some Régulation School Research. *International Journal of Urban and Regional Research*, Vol. 24, n° 2, p. 274-322.
- \_\_\_\_\_. (2002) The origins of *régulation* theory. In: BOYER, R.; SAILLARD, Y. (2002). *Régulation Theory: the state of the art*. London: Routledge.
- \_\_\_\_\_. (2005) How and Why Capitalisms Differ. *Max Planck Institute for the Study of Societies Cologne*.
- BOYER, R.; JUILLARD, M. (2002) The United States: Goodbye, Fordism! In: BOYER, R.; SAILLARD, Y. (2002). *Régulation Theory: the state of the art*. London: Routledge.
- BOYER, R.; SAILLARD, Y. (2002). *Régulation Theory: the state of the art*. London: Routledge.
- BRAGA, J.C.S. (1997). Financeirização Global. In Tavares, M. C. e Fiori, J. L. *Poder e Dinheiro*. Rio de Janeiro: Vozes.
- CARPENTER, M., LAZONICK, W; O'SULLIVAN, M. (2003) The stock market and innovative capability in the new economy: the optical networking industry. *Industrial and Corporate Change*, 12(5), 963–1034.
- CHANDLER, A. (1962) *Strategy and Structure*. Cambridge, MA: MIT Press.
- \_\_\_\_\_. (1977) *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*. Harvard University Press: Cambridge, MA.
- \_\_\_\_\_. (1990) *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Enterprise*. Harvard University Press: Cambridge, MA.
- CHESNAIS, F. (2002) A teoria do regime de acumulação financeirizado: conteúdo, alcance e interrogações. *Economia e Sociedade*. Campinas, v.18, pp.44.

CHESNAIS, F; SAUVIAT, C. (2005a). O financiamento da inovação no regime global de acumulação dominado pelo capital financeiro. In: LASTRES, H. M. M.; CASSIOLATO, J. E.; ARROIO, A. *Conhecimento, Sistemas de Inovação e Desenvolvimento*. Rio de Janeiro. Editora UFRJ, p.161-219.

\_\_\_\_\_. (2005b) As transformações das relações salariais no regime de acumulação financeira. In: LASTRES, H. M. M.; CASSIOLATO, J. E.; ARROIO, A. *Conhecimento, Sistemas de Inovação e Desenvolvimento*. Rio de Janeiro. Editora UFRJ, p.221-257.

CROTTY, J. (2002) The effects of increased product market competition and changes in financial markets on the performance of Nonfinancial Corporations in the neoliberal era. *PERI Working paper*, n. 44.

DANTAS, A.; KERTSNETZKY, J.; PROCHNIK, V. (2002) Empresa, indústria e mercados. In: HASENCLEVER, L.; KUPFER, D. *Economia Industrial: fundamentos teóricos e práticas no Brasil*. Rio de Janeiro. Campus, p. 23-41.

DENIS, D. K.; MCCONNELL, J. J. (2003) International Corporate Governance. *ECGI - Finance Working Paper* No. 05/2003. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=320121>

DITTMAR, A. K. (2000) Why Do Firms Repurchase Stock? *The Journal of Business*, Vol. 73, No. 3.

DORE, R.; LAZONICK, W.; O'SULLIVAN, M. (1999) Varieties of Capitalism in the Twentieth Century, *Oxford Review of Economic Policy*, 15, 4, pp.102-120.

DOSI, G.; TEECE, D.; WINTER, S. (1992) Toward a theory of corporate technology: preliminary remarks. In: DOSI, G. *et al. Technology and enterprise in a historical perspective*. London: MacMillan.

FAMA, E. (1980) Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political economy*, 88.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. (1983a) Separation of ownership and control. *Journal of Law & Economics*. Chicago, v. 26, no.2, p. 301-325.

\_\_\_\_\_. (1983b) Agency problems and residual claims. *Journal of Law & Economics*. Chicago, v. 26, no.2, p. 327-349.

FIANI, R. (2002) Teoria dos Custos de Transação. In: HASENCLEVER, L.; KUPFER, D. *Economia Industrial: fundamentos teóricos e práticas no Brasil*. Rio de Janeiro. Campus, p. 267-286.

FLIGSTEIN N. (2004) The End of (Shareholder Value) Ideology? *Political Power and Social Theory*. Elsevier, London.

FLINGSTEIN, N.; SHIN, T. (2003) *The shareholder value society: A review of the changes in working conditions and inequality in the U.S., 1976-2000*. Institute for Research on Labor and Employment. Institute for Research on Labor and Employment Working Paper Series.

\_\_\_\_\_. (2007) Shareholder Value and the Transformation of the U.S. Economy, 1984-2000. *Sociological Fórum*, p. 399-424.

FRACALANZA, P. S.; RAIMUNDO, L. C. (2008) Gestão da Riqueza e Transformações do Mundo do Trabalho: a crise do trabalho no regime de acumulação liderado pela finança. In: XIII Encontro Nacional de Economia Política, 2008, João Pessoa, PB. *Anais do XIII Encontro Nacional de Economia Política*.

FRACALANZA, P. S.; RAIMUNDO, L. C.; MIRANDA, T. C. (2009) A Corporação Contemporânea e o Regime de Acumulação Liderado pela Finança. In: XIV Encontro Nacional de Economia Política, 2009, São Paulo, SP. *Anais do XIV Encontro Nacional de Economia Política*.

FROUD, J.; HASLAM, C.; JOHAL, S.; WILLIAMS, K. (2000). Shareholder value and financialization: consultancy promises, management moves. *Economy & Society*, 29(1), pp. 80-110.

GALBRAITH, J. K. (1967). *O novo estado industrial*. São Paulo: Editora Pioneira, 1983, 2º edição.

\_\_\_\_\_. (2004) *A economia das fraudes inocentes: verdades para o nosso tempo*. São Paulo, Companhia das Letras.

GOWAN, P. (2003) *A Roleta Global*. Rio de Janeiro, Record.

GRAHL, J.; TEAGUE, P. (2000). The Régulation School, the employment relation and financialization. *Economy & Society*, 29(1), pp. 160-178.

GROSSMAN, S.; HART, O. (1986) The cost and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration, *Journal of Political Economy*, v.94, n°4, pp.691-719.

GUTTMANN, R. (2002) Money and credit in *régulation* theory. In: BOYER, R.; SAILLARD, Y. (2002). *Régulation Theory: the state of the art*. London: Routledge.

HART, O. (1989) An Economist's Perspective on the Theory of the Firm. In: PUTTERMAN, L.; KROSZNER, R. S. *The economic nature of the firm*. Cambridge. Cambridge University Press, 1996, p. 354-360.

\_\_\_\_\_. (1995) Corporate Governance: Some Theory and Implications, *Economic Journal*, Royal Economic Society, v. 105 (430), p. 678-89.

HOBSON, J. A. (1983) A evolução do capitalismo moderno: um estudo da produção mecanizada. São Paulo: Abril Cultural.

HOLLARD, M. (2002) Forms of competition. In: BOYER, R.; SAILLARD, Y. (2002). *Régulation Theory: the state of the art*. London: Routledge.

JENSEN, M. C. (1983) Organization Theory and Methodology. *Accounting Review*. Sarasota, no.58, p. 319-339.

\_\_\_\_\_. (1986) Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review*, 76, pp. 323-9.

\_\_\_\_\_. (1988) Takeovers: Their Causes and Consequences, *Journal of Economic Perspectives* n 1: p. 21-48.

\_\_\_\_\_. (1989) Eclipse of the public corporation, *Harvard Business Review*, vol. 67, n.5, pp. 61-74.

\_\_\_\_\_. (1993) Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, July 1993. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=93988>

\_\_\_\_\_. (1994) Self Interest, Altruism, Incentives, and Agency Theory, *The Journal of Applied Corporate Finance*, pp. 40-45.

\_\_\_\_\_. (2001) Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *TBS Working Paper* No. 01-09.

JENSEN, M. C.; CHEW, D. H. (1995) U.S. Corporate Governance: Lessons from the 1980s, *The Portable MBA in Finance and Accounting*, John Leslie Livingstone, Ed., (John Wiley & Sons, 1995), pp. 337-404. Disponível em: <http://www.people.hbs.edu/mjensen/pub2.html>

JENSEN, M. C.; FULLER, J. (2002a) Just Say No to Wall Street: Courageous CEOs are putting a stop to the earnings game and we will all be better off for It, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 14, No. 4, pp 41-46.

\_\_\_\_\_. (2002b) What's a Director to Do?, *Harvard NOM Research Paper* No. 02-38 (October).

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3, no. 4 (October): 305-360.

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. (1990) CEO Incentives: Its Not How Much You Pay, But How, *Harvard Business Review*, may-june, pp. 138-153.

JENSEN, M. C.; RUBACK, R. S. (1983) The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, no. 1-4 (April, 1983).

JUILLARD, M. (2002) Accumulation regimes. In: BOYER, R.; SAILLARD, Y. (2002). *Régulation Theory: the state of the art*. London: Routledge.

JURGENS, U., NAUMANN, K., & RUPP, J. (2000). Shareholder value in an adverse environment: the German case. *Economy & Society*, 29(1), pp. 54-79

KASPER, W.; STREIT M (2000) Economic Organisations. In: KASPER, W.; STREIT M. *Institutional Economics: social order and public policy*. Edward Elgar Publishing, p. 256-284.

KERSTENETZKY, J. (1995) *Firmas e mercados: Uma abordagem histórico-institucional ao problema da coordenação*. Dissertação (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia Industrial, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

\_\_\_\_\_. (2007) A natureza da firma contemporânea: o problema da governança corporativa à luz da história do pensamento econômico. *Econômica*, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, p. 209-238.

LAMBERT, R., LARCKER, D. F. (1984). Golden Parachutes, Executive Decision-Making and Shareholder Wealth. *Journal of Accounting and Economics*, 7 (1985) 179-203

LAZONICK (1988) Financial Commitment and Economic Performance: Ownership and Control in the American Industrial Corporation, *Business and Economic History*, second series, 17, pp. 115-128.

\_\_\_\_\_. (1992a) Controlling the Market for Corporate Control: The Historical Significance of Managerial Capitalism,” *Industrial and Corporate Change*, 1, 3, pp. 445-488

\_\_\_\_\_. (1992b) Business Organization and Competitive Advantage: Capitalist Transformations in the Twentieth Century. In: DOSI,G.; GIANNETTI R.; TONINELLI, P.A., *Technology and Enterprise in a historical perspective*. Claredon Press, Oxford, pp.119-163.

\_\_\_\_\_. (2002a) Innovative Enterprise and Historical Transformation, *Enterprise & Society*, 3, 1, pp. 35-54

\_\_\_\_\_. (2002b) The Theory of Innovative Enterprise. In: WARNER M. (ed.), *International Encyclopedia of Business and Management*, Thomson Learning, 3055-3076.

\_\_\_\_\_. (2004) The Innovative Firm, in Jan Fagerberg, David Mowery, and Richard Nelson, eds., *The Oxford Handbook of Innovation*, Oxford University Press, pp. 29-55.

- \_\_\_\_\_. (2005) Evolution of the New Economy Business Model. *UMass Lowell and INSEAD*.
- \_\_\_\_\_. (2007a) Corporate Governance, Innovation, and Economic Development,” in Ha-Joon Chang, ed., *Institutional Change and Economic Development*, United Nations University Press, pp. 115-134.
- \_\_\_\_\_. (2007b) The US stock market and the governance of innovative enterprise. *Industrial and Corporate Change*, vol. 16, n. 6, pp. 983-1035.
- \_\_\_\_\_. (2008) *The Quest for Shareholder Value: Stock Repurchases in the US Economy*. University of Massachusetts Lowell and Stockholm School of Economics.
- LAZONICK, W.; O’SULLIVAN, M. (1996) Organization, Finance and International Competition. *Industrial and Corporate Change*, vol. 5, n. 1, pp. 1-49
- \_\_\_\_\_. (1997a) Finance and Industrial Development, Part II: Japan and Germany, *Financial History Review*, 4, 2, pp. 113-134.
- \_\_\_\_\_. (1997b) Finance and Industrial Development, Part I: The United States and the United Kingdom, *Financial History Review*, 4, 1, pp. 7-29.
- \_\_\_\_\_. (1997c) Investment in innovation, corporate governance, and corporate employment, *Jerome Levy Economics Institute Policy Brief*, n°37.
- \_\_\_\_\_. (2000) Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and Society*, vol.29 n.1, pp. 13-35.
- LETHBRIDGE, E. (1997). Governança Corporativa. *Revista do BNDES*, v. 4, n. 8, Rio de Janeiro.
- MALATESTA, P. H.; WALKLING, R. A. (1989) Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 347 - 376, 1989.
- MANNE, H. (1965). Mergers and the market for corporate control. *Journal of Political Economy*, 73.
- MORIN, F. (2000). A transformation in the French model of shareholding and management. *Economy & Society*, 29(1), pp. 36-53.
- OECD (2004) *OECD Principles of Corporate Governance*, Paris: OECD.
- O’SULLIVAN, M. (2000), ‘The innovative enterprise and corporate governance,’ *Cambridge Journal of Economics*, 24(4), 393–416.

PENROSE, E. (1959) A teoria do crescimento da firma. Tradução de Tamas Szmrecsanyi. Campinas, Editora da UNICAMP, 2006.

PLIHON, D. (2005) As grandes empresas fragilizadas pela finança. In: CHESNAIS, F. A *Finança Mundializada*. São Paulo: Boitempo.

PONDÉ, J. L. (2000) *Processos de seleção, custos de transação e a evolução das instituições empresariais*. Dissertação (Doutorado em Economia) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas.

\_\_\_\_\_. (2002) Organização das grandes corporações. In: HASENCLEVER, L.; KUPFER, D. *Economia Industrial: fundamentos teóricos e práticas no Brasil*. Rio de Janeiro. Campus, p. 287-306.

\_\_\_\_\_. (2005) *A Organização da firma como uma estrutura de incentivos*. Notas de Aula, Mestrado IE/UFRJ.

POSSAS, M. L. (1985) *Estruturas de mercado em oligopólio*. Hucitec, São Paulo.

PRAHALAD, C. K.; HAMEL, G. The Core Competence of the Corporation. *Harvard Business Review*, p. 3-15, May/June, 1990.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. (1998) The Governance of the New Enterprise, *CRSP working papers* 487, Center for Research in Security Prices, Graduate School of Business, University of Chicago.

ROMANO, R. (1996) Corporate law and corporate governance, *Industrial and Corporate Change*, 5, pp. 277-339.

ROSS, S.A. (1973) The Economic Theory of Agency: The principal's Problem. *The American Economic Review*. Nashville, v. 63, no. 2, p.134-139.

ROSS, S.; WESTERFIELD, R.; JAFFE, J. (2008) *Administração Financeira: Corporate Finance*. São Paulo: Ed. Atlas.

SAUVIAT, C. (2005) Os fundos de pensão e os fundos mútuos: principais atores da finança mundializada e do novo poder acionário. In: CHESNAIS, F. A *Finança Mundializada*. São Paulo: Boitempo.

SCHUMPETER, J. A. (1942) *Capitalismo, Socialismo e Democracia*. Rio de Janeiro. Zahar, 1984.

SCHUMPETER, J.A. (1982) *Teoria do Desenvolvimento Econômico*. Coleção Os Economistas. Editora Abril Cultural, São Paulo.

SERRANO, F. (2004) Relações de poder e a política macroeconômica americana, de Bretton Woods ao padrão dólar flexível. In: FIORI, J.L. O Poder Americano. Petrópolis, Editora Vozes.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, LII(2).

SIFFERT FILHO, N. F. (1995) A economia dos custos de transação. *Revista do BNDES*. Rio de Janeiro, n.4, p. 103-127.

\_\_\_\_\_. (1996) *A teoria dos contratos econômicos e a firma*. Dissertação (Doutorado em Economia) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

SILVA, R. B. F.; GUIDI, P. G. (2006) Poison Pill: mecanismo de defesa contra aquisições hostis ou mecanismo de proteção de dispersão acionária? *Espaço Jurídico - BOVESPA*. Jul. 2006. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/Investidor/Juridico/060711NotA.asp>.

SINGH, A.; ZAMMIT A. (2006) *Corporate Governance, Crony Capitalism and Economic Crises: should the business model replace the Asian way of ‘doing business’?* Centre for Business Research, Working Paper nº 329, Cambridge.

SPERCEL, T. (2006) Aquisições Hostis: Até Quando Resistir? *Espaço Jurídico – BOVESPA*. Out. 2006. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/Investidor/Juridico/061024NotA.asp>.

STOUT, L. A. (2002) Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy. *Southern California Law Review*, Vol. 75, p. 1189. Disponível em : <http://ssrn.com/abstract=331464>

TAVARES, M. C. Apresentação. In: HOBSON, J. A. (1983) *A evolução do capitalismo moderno: um estudo da produção mecanizada*. São Paulo: Abril Cultural.

TEECE, D. J., PISANO, G.; SHUEN, A. (1997), Dynamic Capabilities and Strategic Management, *Strategic Management Journal*, 18, 509-33.

TIGRE, P. B. (2005) Paradigmas tecnológicos e teorias econômicas da firma. *Revista Brasileira de Inovação*, v.4, nº1, jan/jul. p. 187-224.

VEIGA, J. E. (1997) O “fordismo” na acepção regulacionista. *Revista de Economia Política*, vol. 17, nº 3.

VROMEN, J.J. (1995) *Economic evolution: an inquiry into the foundations of new institucional economics*. London. Routledge.

WILLIAMS, K. (2000) From shareholder value to present-day capitalism. *Economy & Society*, 29(1), pp. 1-12.

WILLIAMSON, O. E. (1981) The modern corporation: Origins, Evolution, Attributes. *Journal of Economic Literature*. Nashville, v. 19, no. 4, p. 1537-1568.

\_\_\_\_\_. (1983) Organization form, residual claimants, and corporate control. *Journal of Law & Economics*. Chicago, v. 26, no.2, p. 351-366.

\_\_\_\_\_. (1985) *The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting*. The Free Press, New York.

\_\_\_\_\_. (1996) *The Mechanisms of Governance*. New York. Oxford University Press.

\_\_\_\_\_. The new institucional economics: taking stock, looking ahead. *Journal of Economic Literature*. Nashville, v. 38, no. 3, Sep. 2000, p. 595-613.

\_\_\_\_\_. (2002) The theory of the firm as governance structure: From choice to contract. *Journal of Economic Perspectives*. Nashville, v. 16, no.3, p. 171-195.

WOLF, M. (2007) Novo capitalismo financeiro provoca revolução global. *Valor*, 28 de junho de 2007.

ZAHRA, S.A. (1996) Governance, ownership, and corporate entrepreneurship: The moderating impact of industry technological opportunities, *Academy of Management Journal*, Vol. 39, 1713-1735.

ZYLBERSZTAJN, D. E SZTAJN R. *Novas Dimensões da Governança Corporativa*. Fevereiro de 2003. Disponível em:  
<http://www.erudito.fea.usp.br/PortalFEA/Repositorio/616/Documentos/GovernCorpfevredux.doc>

ZINGALES (1998) Corporate Governance, in P.Newman (ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, London: Stockton Press, pp.497-502.

\_\_\_\_\_. (2000) In search of new foundations, *Journal of Finance*, 55, pp.1623-53.