

A Corporação Contemporânea e o Regime de Acumulação Liderado pela Finança

Paulo Sérgio Fracalanza¹

Licio da Costa Raimundo²

Tatiana Miranda³

Resumo

O artigo apresenta a evolução histórica da corporação capitalista, particularmente em seus aspectos relativos à governança e gestão, e a relaciona às raízes da crise contemporânea. Argumenta-se que uma compreensão plena desta crise passa pela discussão do papel da prevalência do *shareholder value* na forma de gestão e controle da firma capitalista contemporânea e que tal prevalência deve ser entendida no contexto de um arranjo particular do capitalismo caracterizado como Regime de Acumulação Liderado pelas Finanças.

Palavras-chave

Shareholder, stakeholder, corporação, regime de acumulação liderado pelas finanças

Abstract

The article presents a historical evolution of the capitalist corporation, in particular of its governance and managerial structures. We try to explore an interpretation of the linkage between the new features of modern corporations and the present economic crisis. We argue that the plenty comprehension of the crisis requires a discussion of the priority of the shareholder value on the governance of the capitalist firm. Moreover, we sustain that it is necessary, in order to understand the predominance of financial interests, pay attention to the special dimensions of contemporary economic system in this specific phase of finance-led capitalism.

Key-words

Shareholder, stakeholder, corporation, accumulation regime, finance-led capitalism

Área Temática 3: Economia Política, Capitalismo e Socialismo

Sub-área Temática: Capitalismo Contemporâneo

Artigo submetido às Sessões Ordinárias

¹ Doutor em Economia. Professor do Instituto de Economia da UNICAMP.

² Doutor em Economia. Professor da FACAMP.

³ Mestranda em Economia no Instituto de Economia da UNICAMP.

1. Introdução

As interpretações correntes da crise contemporânea variam em um amplo espectro de sugestões. As mais ventiladas apontam para a insuficiência de fiscalização por parte do Estado com relação às práticas dos mercados financeiros e a ocorrência de toda sorte de abusos e atos de má fé daí decorrentes (Soros, 2008; Phillips, 2008). De outra parte, há os que identifiquem no excesso de poupança dos países emergentes o suposto mecanismo gerador de um excesso de consumo sobre a renda disponível por parte das populações dos países centrais (Bernanke, 2005; Wolf, 2009). Por fim, há aqueles que vêem na política monetária laxativa do FED a *causa causans* da crise, no seu ímpeto de curar as feridas da recessão oriunda do estouro da bolha das pontocom, no início dos anos 2000 (Morris, 2007; Soros, 2008)⁴.

Este artigo propõe uma interpretação alternativa à crise contemporânea. Esta é vista como a falência de um arranjo específico do modo de produção capitalista, ou seja, de um particular regime de acumulação, o chamado Regime de Acumulação Liderado pela Finança⁵.

Dentre os vários aspectos específicos a diferentes regimes de acumulação, cinco eixos destacam-se: i) a relação salarial, caracterizada por uma certa relação de forças entre o trabalho e o capital que se manifesta principalmente na estrutura de salários diretos e indiretos e no formato e abrangência do sistema de proteção social; ii) as formas institucionais e concretas de manifestação da concorrência intercapitalista; iii) as relações interestatais que se manifestam sobretudo nos fóruns de caráter diplomático e econômico internacionais e, mormente, no grau de conflito e na relação de subordinação entre as nações do globo; iv) as formas de gestão da moeda e do crédito e; v) os formatos específicos das relações entre Estados e entes privados, sobretudo as corporações.

⁴ Embora extemporâneas, convém registrar em rodapé as interpretações que insistem que as raízes da crise se devem não a um recuo do Estado em suas funções de fiscalizador e garantidor da coesão social, mas, ao contrário, a uma desregulamentação que teria ficado a meio caminho, incompleta. Nessa concepção, os desarranjos do mercado financeiro devem-se sobretudo ao desconforto das amarras não liberadas e à inconveniência do entulho das legislações restritivas a impedir a liberdade de atuação dos agentes. Para uma interessante resenha dessas manifestações na França ver DuPin, 2009.

⁵ Para o conceito de Regime de Acumulação, ver Boyer, 2004; Boyer e Saillard, 2002. Para o conceito de Regime de Acumulação Liderado pela Finança, ver Aglietta, 2008; Plihon, 2004.

A cada período histórico, um determinado arranjo institucional referente a esses cinco eixos se estabelece. No momento presente, é o Regime de Acumulação Liderado pela Finança que impera, o que implica que uma determinada lógica do processo de acumulação de capital se impõe. Esta lógica transforma e subordina as cinco esferas institucionais anteriormente citadas, revolucionando, assim, as formas concretas da reprodução social.

Na relação salarial, por exemplo, este específico Regime de Acumulação conduz a uma paulatina redução do escopo dos arranjos de bem-estar social, inclusive nos países onde estes mais se enraizaram socialmente. Nas formas de gestão da moeda e do crédito, a generalizada implantação de regimes cambiais flutuantes e a acentuada diminuição das barreiras aos fluxos de capital são manifestações concretas dessa forma específica de organização da sociedade a qual se dá o nome de Regime de Acumulação Liderado pelas Finanças.

Restringiremo-nos aqui a um aspecto central desse regime de acumulação: as formas institucionais da concorrência entre corporações, particularmente no que se refere à evolução histórica de seu padrão de governança e gestão. Esta preocupação justifica-se, em nossa percepção, dada sua centralidade no esforço de entendimento das formas atuais de organização da sociedade e, sobretudo, por oferecer uma perspectiva diferenciada de observação e compreensão da crise pela qual passa o capitalismo.

Entendemos que a forma contemporânea da estrutura de governança e gestão da grande corporação capitalista é tributária desse específico arranjo social no qual estamos inseridos. Particularmente, a visão dominante sobre a natureza da firma capitalista que ora é dominante, assim como as formas particulares de governança corporativa que emergem dessa visão, são derivadas das transformações econômicas, políticas e sociais que moldaram o Regime de Acumulação Liderado pela Finança.

Princípios hoje quase unânimes, a exemplo da prevalência da criação de valor para o acionista como objetivo norteador da gestão corporativa, derivam de transformações profundas na forma como a corporação capitalista é vista pela sociedade.

A difusão de tais princípios e de práticas estreitamente relacionadas aos mesmos (como a freqüente adoção de programas de *downsizing*; a recorrente recompra de ações; o formato dos planos de incentivo aos principais executivos, associados a bônus de

performance; a forma da remuneração que paulatinamente avança nas principais corporações para todo o corpo de funcionários permanentes, associada à divisão entre remuneração fixa e outra variável, relacionada à participações nos lucros e resultados – PLR; a terceirização de boa parte dos “colaboradores”, etc.) forma, a pouco e pouco, a concretude do Regime de Acumulação Liderado pelas Finanças no capitalismo contemporâneo.

A crise contemporânea é também a crise dessas formas concretas. Compreendê-las como a manifestação da crise de um determinado regime de acumulação é passo necessário para sua superação em direção a outro arranjo institucional que possibilite uma maior socialização das imensas *benesses* que se tornaram possíveis com o avançar contínuo das forças produtivas capitalistas.

Para empreender tal esforço de compreensão dessas formas concretas e de sua crise, abordaremos em uma segunda seção as transformações da corporação capitalista a partir da primeira metade dos anos 70 do Século XX e da crise do Regime de Acumulação Fordista agudizada neste período, assim como as origens do princípio de maximização do *shareholder value*. Na terceira seção, discutir-se-á a difusão dos padrões de gestão corporativa associados a esta forma específica de compreensão da natureza da firma capitalista, a relação da nova arquitetura corporativa que deriva dessa difusão com as novas Tecnologias de Informação e Comunicação (TICs) e com as finanças. Em uma quarta seção será apresentado o debate em torno dos padrões de competitividade da firma capitalista. Por fim, em conclusão, será feita uma interpretação da crise contemporânea como uma crise do Regime de Acumulação Liderado pelas Finanças, que se expressa concretamente como a crise de um determinado padrão de gestão corporativa.

2. Transformações das corporações na crise do regime de acumulação fordista

Na década de 70, as corporações norte-americanas, beneficiárias que haviam sido no período da *golden age*, de um aumento da competitividade e das taxas de crescimento e de acumulação de capital sem precedentes históricos, foram atingidas em cheio pela crise econômica que se abateu sobre o mundo.

As capacitações acumuladas, as invejáveis vantagens proporcionadas pela extensão das economias de escala e escopo, o progresso insidioso das técnicas manipuladoras do *marketing*, a diversificação das linhas produtivas e os, até então, indisputados benefícios do “capitalismo gerencial”, com suas particulares formas de organização hierárquica, controle e aliança, pareciam todos eles trunfos tornados repentinamente insuficientes frente às dimensões dos problemas a serem enfrentados. As fórmulas que haviam garantido a expansão e a posição de destaque das corporações norte-americanas pareciam não mais surtir efeitos contra as forças combinadas da inflação, da estagnação econômica e do aumento da competitividade das corporações estrangeiras, sobretudo as japonesas.

O que sucedera? Qual a origem dos males? Em que ponto do caminho as corporações americanas haviam abandonado a boa trilha e dado o mau passo?

Uma das explicações teóricas para o insucesso das empresas norte-americanas seguramente teria sido condenada ao ostracismo nos *journals* acadêmicos, não fosse a capacidade de seus proponentes em mobilizar um arco de alianças atraído pela promessa de ganhos pecuniários e, não devemos desprezar esse argumento, pela incapacidade de reação dos dirigentes então encastelados nos postos de comando das corporações. (Jensen, 1989; Flingstein e Shin, 2007)

A idéia combinava elementos teóricos dos modelos de agente-principal, direitos de propriedade e finanças e poderia ser assim resumida: as empresas norte-americanas ao longo dos “30 gloriosos” haviam construído uma estrutura de controle que privilegiara sobremaneira o interesse de seus *stakeholders*: trabalhadores e seus sindicatos, acomodados em um mundo de pleno-emprego e com políticas salariais de repartição de parte dos ganhos de produtividade; fornecedores, desfrutando de contratos duradouros com seus clientes; os provedores do crédito para a expansão das atividades das corporações, em especial as instituições bancárias; e, mesmo, as comunidades locais que se beneficiavam das externalidades positivas geradas pela atividade industrial.

Porém, na visão desses autores, o problema era que o interesse dos *stakeholders* contrapunha-se frontalmente ao interesse dos *shareholders* – dos detentores das ações das companhias públicas abertas – ou seja, dos legítimos proprietários das companhias.

Apresentada dessa forma a questão encontrava progenitores ilustres, entre os quais, Berle e Means que, em 1932, propugnavam que as sociedades anônimas, então em franca expansão, alijavam os proprietários *de facto* das decisões administrativas por força da pulverização das ações e, portanto, pela impossibilidade de formação de blocos de controle. Como consequência o poder passava a ser exercido pelo corpo de gerentes profissionais⁶. Isso não representaria um grave óbice se os gerentes agissem em conformidade com os interesses dos proprietários, porém, na ausência de controle direto e supervisão, os gerentes perseguiriam funções-objetivo que não poderiam ser supostas *reconciliadas a priori* com as funções-objetivo dos detentores de ações. Enquanto os últimos se guiavam, sobretudo, pela maximização dos retornos de curto prazo, os gerentes se interessavam por suas remunerações e pela expansão de seu poder e prestígio.

As soluções para esse dilema foram diversas. Talvez convenha rememorar a contribuição de Penrose, no prefácio escrito em 1995 para seu célebre livro de 1959 – *The Theory of the Growth of the Firm*. Neste, a autora defendia que os interesses dos *managers* se guiariam pela maximização do crescimento da firma, meta que traria as vantagens colaterais da expansão de seu poder, do prestígio de suas ocupações e, também, de suas remunerações. Afirmava, também, que substantiva parte dos recursos para a expansão das firmas proviria de fontes internas, ou seja, dos lucros não distribuídos. Ora, mas a retenção de lucros para a consecução dos objetivos de expansão da empresa não se coadunaria com os interesses dos proprietários em obter maiores dividendos. À maneira de Salomão, Penrose argumentava que dependia da habilidade dos gerentes o manejo de uma política de dividendos que garantisse o contentamento do “mercado” sem obstruir o caminho para a expansão das firmas amparada em recursos próprios.

O interessante desse raciocínio não é exatamente sua explicitação, mas sim seus pressupostos implícitos. Penrose (1995) tinha razão em asseverar que uma política de

⁶ Na realidade Berle e Means (1932) distinguem cinco diferentes formas de controle, porém evidenciavam que naquele tempo quase metade das 200 maiores empresas americanas não financeiras se submetiam ao *management control*. Essa mesma idéia é retomada por Galbraith (1967) que atribui à tecnoestrutura - o corpo de gerentes profissionais – o controle direcional da empresa. Numa célebre passagem de seu livro, rememora a estupefação de Rockefeller ao descobrir que não fosse seu prestígio e amplos recursos teria tido pouca esperança em remover o coronel Stewart da presidência da Standard Oil, envolvido em fraudes corporativas de gigantescas proporções.

dividendos bem ajambrada e *comandada* pela burocracia estabelecida no interior das organizações poderia impulsionar as firmas na senda de mais crescimento⁷. Concordamos com a autora e com muitos outros, que no auge do “capitalismo gerencial” a casta de gestores nas posições de mando das empresas norte-americanas estava relativamente protegida da investida dos *shareholders* e das formas de avaliação ditadas pelos mercados financeiros. E isso por muitas razões, entre as quais figuram com destaque: i. a dimensão dos mercados financeiros era ainda diminuta, com o que a flexibilidade e liquidez dos ativos financeiros não favorecia uma gestão das carteiras com avaliações incessantes; ii. os *shareholders* avaliavam o valor de suas ações num horizonte temporal mais dilatado, o que favorecia o desenho de estratégias por parte dos gestores de mais longo prazo (Crotty, 2002); iii. não havia ainda, atuando de forma expressiva, a figura dos investidores institucionais, com suas peculiares estratégias de gestão de ativos; iv. o mercado para controle corporativo era de pequena dimensão.⁸

Se, como vimos, a apreciação *positiva* do texto de Berle e Means (1932) sobre os novos arranjos na gestão da riqueza nas corporações americanas – com base no diagnóstico da separação da propriedade e controle – tenha tido amplo reconhecimento e aceitação, a concepção *normativa* dos autores sobre a que interesses a corporação deveria servir não encontrou a mesma receptividade. Berle e Means esposaram a idéia de que a liquidez oferecida aos detentores de ações pelos mercados financeiros tornava inescapável um reexame da natureza do poder nas grandes corporações. Mais do que isso, a própria concepção sobre a natureza das firmas exigia um reposicionamento: não mais caberia observar as modernas corporações apenas como uma *propriedade*. As novas empresas industriais eram *instituições* o que exigia que o exercício do poder deveria ser mediado pela atenção e conciliação do interesse dos *stakeholders* da firma.⁹

Porém, se os defensores da idéia da maximização do valor acionário fizeram a leitura do conflito entre proprietários e gerentes na esteira do trabalho de Berle e Means

⁷ É claro que as oportunidades para o crescimento repousavam numa sorte diferente de considerações.

⁸ É útil lembrar que Marris, em 1964, já sugerira que a ameaça dos *takeovers* serviria para disciplinar os gerentes em sua busca pela maximização dos benefícios para os acionistas. Contudo, nesse período, essa possibilidade não guardava a mais tênue semelhança com o que se veria no mundo corporativo no último quartel do século XX.

⁹ A esse respeito ver Berle e Means (1932) especialmente o capítulo intitulado “The New Concept of Corporation”. Para uma exposição sucinta dessas questões ver Aglietta e Rebérioux (2005, capítulo 2) e para um maior aprofundamento, ver Zingales (1998) e Blair (1995, 2003).

(1932), sua orientação *normativa* não poderia ser mais díspar¹⁰. Nessa concepção, ao afastar-se dos acionistas e ao privilegiar os interesses por vezes inconfessos dos *stakeholders*, as firmas passaram a usar os recursos de forma ineficiente. Ora, mas se o valor acionário das firmas é uma *proxy* bastante razoável da potencialidade do conjunto de ativos tangíveis e intangíveis de uma firma em produzir um fluxo de rendimentos no futuro, a maximização do valor acionário deveria ser indubitavelmente o objetivo de primeira grandeza.

A sustentação da proposição da “maximização do valor acionário” repousaria ainda em outros argumentos. A noção de que criar valor para o acionista corresponde a maximizar o valor total gerado por uma corporação é proveniente de uma concepção particular sobre a firma capitalista formulada pelas vertentes teóricas institucionais dos direitos de propriedade e da teoria da agência. Ambas compreendem a firma como um nexo de contratos, isto é, “uma ficção legal que serve como um marco para um processo complexo, cujos objetivos conflitantes dos indivíduos (...) alcançam um ponto de equilíbrio dentro de um arcabouço de relações contratuais” (Jensen & Meckling, 1976, p.312). Trata-se, portanto, de uma definição que assinala 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. Deste modo, 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. 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.

Ademais, os proponentes dessa concepção argumentam que para garantir a primazia do acionista é crucial que os recursos corporativos não alocados com a

¹⁰ É útil dizer que a visão de Berle e Means (1932) da separação do controle e da propriedade nas corporações fôra alvo de um conjunto de críticas por parte dos autores da Teoria dos Direitos de Propriedade e da Teoria da Agência. Entre os primeiros, a exemplo de Alchian (1969), havia a convicção de que o papel disciplinador dos mercados de controle corporativo diminuiria a margem de discricionariedade dos *managers* na tomada de decisões. Já os autores da Teoria da Agência habilmente transmutaram a relação de propriedade numa relação contratual entre os *shareholders* – os principais – e os gerentes – os agentes.

finalidade de elevar o valor acionário – o *fluxo de caixa livre* ¹¹ – sejam prioritariamente distribuídos aos acionistas que podem, então, aplicá-los em usos alternativos mais eficientes (Jensen 1986, 1989). Portanto, o arranjo do controle corporativo é imprescindível para compreender como os lucros devem ser divididos, ou seja, como se dá a barganha *ex-post* ¹².

Dessa forma, se a recomendação era maximizar o valor para o acionista, o único percalço passava a ser arquitetar uma estrutura de incentivos que alinhasse os interesses dos agentes – os gestores – ao interesse dos principais – os *shareholders*. A prodigalidade desses mecanismos impressiona. A forma clássica de incentivos consiste em remunerar os gerentes com base em dois tipos de remuneração: um salário fixo e outra parte variável (bônus), cuja magnitude varia em função do desempenho da companhia em ampliar sua valorização acionária. Mas, os gerentes também podem receber os direitos de compra de ações numa data futura aos preços vigentes no presente – as assim denominadas *stock options*. Ou ainda, para evitar os riscos de um boicote por parte dos gerentes de uma oferta de compra em princípio favorável aos *stockholders*, a alta gerência pode ser beneficiada com *golden parachutes* – contratos que incluem pagamentos especiais aos executivos quando a companhia sofre uma troca de controle (Lambert e Larcker, 1984). O novo padrão de gestão corporativa

Os resultados desse novo arranjo na estrutura de governança não tardaram em se fazer sentir.

Sob a égide dos *shareholders*, observou-se uma reorientação das estratégias gerenciais. Visando uma maior eficiência de alocação dos recursos corporativos, foram adotadas práticas orientadas para a redução do tamanho das corporações, expressas principalmente por meio do corte da força de trabalho empregada. O processo de reestruturação da força de trabalho levado a cabo pelas grandes corporações norte-americanas minou os empregos que ofereciam estabilidade e boa remuneração. Para

¹¹ 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 o custo de capital relevante. Na ótica da teoria do agente-principal, para uma empresa operar de forma eficiente e maximizar valores, o fluxo de caixa livre deve ser distribuído aos acionistas e, não, retido.

¹² 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.

Flingstein & Shin (2007), uma das implicações mais importantes da perspectiva do valor do acionista é que os trabalhadores deixam de ser uma peça importante na tomada de decisão e passam a ser vistos, cada vez mais, como custos de produção, de modo que a redução de seu número passa a ser uma estratégia para elevar os lucros. O enfraquecimento dos trabalhadores também é observado por meio de um maior descolamento entre dos salários dos empregados de chão de fábrica e seus *top managers* no interior das organizações. Trata-se de um dos efeitos mais perversos observados na ideologia da maximização do valor dos acionistas, ou seja, ao consentir que a elite financeira seja a maior beneficiária dos ganhos de produtividade, isto acaba contribuindo para exacerbar a desigualdade renda de forma ampla. (Lazonick, 2000; Plihon, 2005).

Outro aspecto relevante assinalado por Crotty (2002) diz respeito à 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. Deste modo, ao privilegiar o interesse dos acionistas frente aos objetivos das empresas e estabelecer normas globais para o retorno dos capitais investidos, a referida lógica prejudica o investimento produtivo, pois os lucros das empresas, dos quais uma grande parte era anteriormente retida para investimento, passaram a ser prioritariamente transferidos aos acionistas, na forma de dividendos ou por meio do expediente de recompra de ações. Logo, as empresas passaram a reservar cada vez menos fundos próprios para investir.

Nesta linha, Lazonick (2007, 2008) argumenta que um dos maiores problemas com a ideologia corporativa prevalecente reside na falta de uma teoria para a firma inovadora. O autor observa que o período de maior prosperidade industrial nos Estados Unidos foi caracterizado por duas principais características: i. a integração organizacional dos gerentes, que propiciou incentivos para as pessoas aplicarem suas habilidades e esforços a fim de gerar produtos de alta qualidade e baixo custo em comparação com os previamente disponíveis; ii. A existência de um conjunto de relações que garantiam a alocação de fundos para sustentar o processo de inovação cumulativo até que ele pudesse gerar retornos financeiros, o chamado comprometimento

financeiro. Quando estes dois elementos se combinam, são fornecidos os fundamentos sociais para o empreendimento inovador.

No entanto, os acontecimentos econômicos dos anos 70, que culminaram na crise do capitalismo gerencial, contribuíram para erodir a eficiência do controle organizacional e criar oportunidades para a ascensão do padrão de controle corporativo pela via do mercado de capitais, algo que, por sua vez, favorece a busca pela maior liquidez possível e não o compromisso financeiro de longo prazo por parte dos agentes financiadores.

Outro efeito observado por este modelo de governança corporativa é a sua relação com o modo como ocorreu a difusão das tecnologias de informação e comunicação (TICs). Com o avanço destas, os mercados financeiros ainda em expansão puderam se unificar. Neste sentido, Aglietta & Rebérioux (2005) defendem que um dos traços cruciais do Regime de Acumulação Liderado pela Finança reside na forte associação entre duas forças: o mercado financeiro e a difusão das TICs. Para eles, estes dois movimentos se complementam mutuamente. 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 um padrão de governança favorável aos *shareholders* fomentou o desenvolvimento das TIC, na medida em que as novas tecnologias facilitaram a administração de unidades produtivas mais complexas, dada sua capacidade de criar redes e de facilitar a centralização das diversas unidades econômicas.

3. O debate sobre a natureza da firma capitalista

Mas afinal, qual o problema desses novos arranjos contratuais que privilegiam os *shareholders*? É possível deslindar a falácia do argumento em prol da maximização do valor acionário e a atenção quase exclusiva dada ao interesse dos *shareholders*?

Em nossa avaliação, uma interpretação das razões do primado do interesse dos *shareholders* deve necessariamente se libertar do confinamento do campo de debate ditado pelos ideólogos da maximização do valor acionário e inquirir a *rationale* dessa

orientação em *outro* campo, qual seja, o da concepção sobre a natureza da firma no sistema capitalista.

Se nos movêssemos nos limites do território demarcado pela concepção neoclássica, nossa investigação sobre a natureza da firma não exigiria grandes esforços¹³.

Na tradição dominante a firma pode ser representada como uma função de transformação de insumos em produtos. A forma exata pela qual se processam as atividades transformadoras não se descortina para o analista. A firma nada mais é do que uma *caixa preta* e, para todos os efeitos, não haveria porque duvidar que essas operações realizar-se-iam de forma diligente e eficiente. A ausência de uma dimensão *interna* da firma, a nosso ver, não decorre de descuidada analítica ou proposital irrealismo. A microeconomia tradicional desconfia da idéia de que as entidades sociais têm uma realidade própria e de que seus objetivos possam se afastar do objetivo de seus membros.¹⁴

Ademais, no campo da economia neoclássica, o sistema capitalista pode ser equiparado a uma economia simples de produtores voltada para a satisfação das necessidades de consumo. Nesse sentido, as relações entre os agentes calculistas e orientados para a maximização de suas recompensas (utilidade, lucro) sempre se revestem da forma jurídica apropriada às transações mercantis. Nessa esfera da circulação, os vendedores e compradores de qualquer mercadoria (inclusive a força de trabalho) estabelecem entre si relações *contratuais* e defrontam-se como *iguais*, investidos de iguais direitos. A manifestação do *poder* e de sua desigual repartição não encontram guarida nesse campo hostil à manifestação da moral e da política.

A concorrência nesse campo aparece apenas como um mecanismo automático e impessoal de ajustamento de preços. A interação estratégica, mormente na concorrência perfeita, é completamente suprimida e os mecanismos que permitem a igualação do

¹³ Para o que se segue há um conjunto numeroso de autores que podem ao menos em parte sustentar nossas observações. Schumpeter (1942) e os autores evolucionários, especialmente Nelson e Winter (1982) merecem ser lembrados.

¹⁴ Ver o interessante artigo de Prado (2006) para uma exposição das diferenças entre a economia neoclássica e as visões alternativas.

preço ao custo marginal e a maximização do bem-estar dos agentes prescindem da corporificação de qualquer aparato institucional¹⁵.

Portanto, nesse terreno as considerações de eficiência alocativa ganham relevo¹⁶. Despojados do incômodo de considerações morais e abrigados dos percalços da assimetria de poder, os agentes são liberados para o jogo sedutor dos cálculos hedonistas. O egoísmo impera, não em seu sentido negativo, mas em seu sentido positivo de conquista e da busca sem freios do auto-interesse, num mundo marcado pela desconfiança “do comportamento individual orientado em função de instituições supra-individuais”¹⁷.

A nosso ver, o problema da visão tradicional é que em seu interior não se forjam os instrumentos para a compreensão dos graves percalços vivenciados pelas grandes corporações. Como explicar, assim, a perda de competitividade das corporações americanas, a perda do dinamismo de suas inovações e as grandes fraudes contábeis se, para todos os efeitos, o indesejável desalinhamento dos interesses dos acionistas e gestores fôra corrigido? Mas, mais do que isso, como explicar as raízes da atual crise mundial e seus impactos sobre as corporações? As grandes corporações podem ser consideradas vítimas desse desastre perpetrado pelos mercados financeiros e seus gestores ávidos por lucros fáceis incentivados pela leniência do Estado em cumprir suas funções de supervisão? Ou, a teia dos interesses das grandes corporações enredam-se na mesma trama da busca de valorização do capital fictício?

Convém, portanto, uma visão alternativa da natureza da firma. E essa visão da natureza da firma se depreende de uma visão mais geral sobre a natureza do funcionamento do sistema capitalista. Ao invés da alegoria de uma economia de produtores, proporemos representá-lo como uma economia de proprietários de riqueza¹⁸. O capital é valor que se valoriza e a concorrência pode ser compreendida

¹⁵ Mesmo o mercado não poderia ser considerado a rigor uma instituição. Segundo Coase (1988, p.7-8): “Markets are institutions that exist to facilitate exchange (...). In an economic theory which assumes that transaction costs are non-existent, markets have no function to perform (...). Na avaliação do autor os mercados perfazem“(...) an even more shadowy role than the firm.”

¹⁶ O artigo de Kerstenetzky (2007) propõe uma interessante reflexão sobre a natureza da firma de acordo com diferentes abordagens da história do pensamento econômico, agrupando-as em duas classes: as abordagens de eficiência (alocativas) e as abordagens do crescimento (acumulativas).

¹⁷ Prado (2006, p. 307).

¹⁸ Nesse ponto é útil apoiar-se em Keynes: “A distinção entre uma economia cooperativa e uma economia empresarial guarda alguma relação com uma fértil observação feita por Karl Marx – apesar de o uso

como esse processo permanente de enfrentamento de capitais, caracterizado pela busca incessante de diferenciação ou da criação de assimetrias.

Assim, as firmas, o *locus* da acumulação de capital, defrontam-se em distintas arenas (e não apenas no mercado) numa luta incessante pela ampliação dos espaços de valorização do capital. E esse enfrentamento ocorre em grande medida pelo esforço permanente da criação de inovações em seu sentido *lato*: a criação de novos produtos, a criação de novos mercados, a criação de novas fontes de matéria-prima, a criação de novos processos e a criação de novas formas de organização da indústria. (Schumpeter, 1912, 1942).

Obviamente, a busca dos capitais pelas inovações é tentadora, pois as inovações, se bem sucedidas (e devidamente protegidas da tentativa de imitação) são prometedoras de lucros supra-normais, já que potencialmente permitem a apropriação de poder de compra de outros agentes (clientes, fornecedores, demais firmas etc.) em condições de remuneração privilegiadas para além das taxas de remuneração “regulares” vigentes.

Ademais, esse movimento incessante de mutação confere ao capitalismo um sentido de progresso material, seja no sentido quantitativo ou da produção de maiores quantidades de bens, mas sobretudo no sentido qualitativo da produção e da disposição de uma panóplia de bens materiais.

Nessa interpretação as firmas não podem ser entidades opacas ou pontuais. A noção de *firma representativa* não tem sentido num mundo em que as oportunidades de sobrevivência, permanência e expansão apenas ganham sentido no jogo competitivo caracterizado pela busca deliberada de estratégias que permitam a obtenção de vantagens competitivas e seus lucros monopólicos, ainda que temporários.

Ao analista interessa, portanto, a dimensão interna da firma. Interessa compreender como a firma como uma organização dirige seus recursos produtivos acumulados para a consecução de serviços produtivos que prometam um fluxo de rendimentos futuros. (Penrose, 1959). Interessa entender como a firma, a par de sua

subseqüente desta observação ter sido bastante ilógico. Ele destacou que a natureza da produção no mundo real não é, como economistas parecem freqüentemente supor, um caso de $M - D - M$, i.e., de troca de mercadorias (ou de esforço) por dinheiro, de forma a obter outra mercadoria (ou esforço). Este pode ser o ponto de vista do consumidor privado. Mas não é a atitude que impera nos negócios, em que se verifica um caso de $D - M - D'$, i.e., de partir do dinheiro para a mercadoria (ou para o esforço) de forma a obter mais dinheiro. (Keynes, CW, v. 29, p. 81).”

briga encarniçada com os outros competidores, depende também da construção de um conjunto de alianças e de relações de cooperação (internas e externas) para o seu desenvolvimento. (Richardson, 1972). Interessa elucidar como os conflitos internos e as assimetrias de poder no interior das organizações são, se não suprimidas, canalizadas através dos canais das rotinas para a obtenção de tréguas que permitam a operação diligente dos negócios. Interessa ainda, desvendar como as organizações aprendem, organizam suas rotinas, inovam e procuram modificar o ambiente em que se encontram a seu favor. (Nelson e Winter, 1982)

Dentro desses marcos caberia a questão do que define o sucesso que as diferentes firmas obtêm nessa empreitada produtiva. Ora, o quão competitivas são as firmas, no sentido da capacidade que cada qual tem de manter ou ampliar seus espaços para a acumulação de capital, depende de um conjunto amplo de condicionantes.

4. Os condicionantes da competitividade

Para nossos propósitos e no sentido e no sentido de uma construção analítica, poderíamos dividir esses condicionantes em dois grandes grupos: os de natureza estrutural e dos de natureza estratégica.

Entre os primeiros figurariam os determinantes que representam elementos de indução ou de restrição que estão de alguma forma “fora” da esfera de atuação da firma, ou mais prudentemente, elementos que as firmas não podem controlar integralmente por decisões autônomas e submetidas à hierarquia.

Entre os elementos estruturais comparecem os relacionados ao setor em que as firmas atuam com suas diversas dimensões relacionadas, entre as quais figuram com destaque: o grau de concentração do setor, as características da demanda, as características das trajetórias tecnológicas presentes no setor e, fundamentalmente, na linha de Pavitt (1984), as oportunidades tecnológicas, a presença de fortes elementos de cumulatividade setorial tipicamente manifestados na presença de capacitações dinâmicas, curvas de aprendizagem etc. e as condições de apropriabilidade representadas pelas formas típicas de proteção das inovações da ação de imitadores. Além desses fatores, são representantes típicos da dimensão setorial a natureza das

barreiras à entrada presentes no setor (o que remete à concepção de concorrência potencial), as relações entre o setor e os setores à montante e à jusante, bem como as formas pelas quais se reveste o comportamento típico da rivalidade intra-setorial, bem como o efeito, mais ou menos incerto, da ameaça de substituição dos produtos da indústria.

No nível intra-setorial têm destaque os elementos relacionados com os diferenciais de custo entre as empresas existentes, bem como o espaço de que desfrutam, numa linha hierarquizada, os produtores mais progressistas e os produtores mais marginais, no sentido dos custos médios da produção.

Além desses determinantes setoriais, desempenham papel de destaque os determinantes macroeconômicos bem como a conformação mais geral do Sistema Nacional de Inovação presente num determinado espaço geográfico de atuação da firma.

Mas, além desses fatores de natureza estrutural, devem ganhar especial atenção os elementos da dimensão estratégica, ou seja, como a firma a partir do reconhecimento das oportunidades e ameaças internas e externas, e por meio de decisão administrativa, mobiliza seus recursos no sentido de formular e implementar estratégias que lhe permitam garantir vantagens competitivas em relação aos seus oponentes.

O que temos em mente é que essas duas dimensões, a dimensão estrutural e a dimensão estratégica das firmas estão em constante e permanente tensão e interação e se, por um lado, a dimensão estrutural de certa forma condiciona as condutas competitivas e as estratégias empresariais, de outro, essas estruturas podem ser modificadas pelas condutas e estratégias das empresas de forma deliberada e muitas vezes profunda. Em outros termos, os elementos estruturais nessa perspectiva dinâmica devem ser vistos como elementos endógenos ao processo concorrencial e sua evolução apenas ganha sentido no contexto da interação entre as estratégias empresariais e as estruturas de mercado.

Há pelos menos duas tendências dessa linha argumentativa que devem ser acentuadas. A primeira que esse movimento do capital conduz indubitavelmente a um processo de concentração e centralização dos capitais. Em segundo lugar, que os diferenciais de poder dentro da estrutura do sistema capitalista em vez de se diluírem são reforçados. E não apenas em sua dimensão mais emblemática do conflito entre os

proprietários de capital e os proprietários de sua força de trabalho, mas na disputa entre as diferentes frações do capital.

Ora, essas diferentes frações do capital em função das singularidades de todos esses elementos e condicionantes apontados valorizarão seus capitais a distintas taxas. É certo que quanto maior a taxa de acumulação interna maior a disposição desses capitais em expandir suas fronteiras de valorização. A questão é saber em que direções essa expansão pode ocorrer.

Sem dúvida, uma das formas privilegiadas dessa expansão pode se dar no próprio setor de atuação da firma. A análise dinâmica empreendida por Steindl em seu magnífico livro de 1954 (*Maturidade e Estagnação do Capitalismo Americano*) é pródiga em decifrar o desenvolvimento dessa expansão que a depender de um conjunto de circunstâncias podem resultar em processos de concentração relativa ou absoluta com a eventual expulsão das firmas marginais.

Mas, as fronteiras do setor são por demais limitadas para conter o ímpeto da acumulação do capital. Sempre que a taxa de acumulação o permite, ou sempre que as oportunidades em termos de retorno e risco são convidativas, as firmas podem conduzir estratégias corporativas (nos termos de Porter) com o objetivo de diversificação de suas atividades. (Penrose, 1959).

Contudo, para além de todas essas considerações, julgamos que falta aqui agregar um elemento central em nossa análise. Uma crítica que se pode fazer nos dias de hoje à grande parte das abordagens heterodoxas e, sobretudo ao pensamento evolucionário, é a pouca importância dada às formas de financiamento das corporações. Embora presente com destaque nos textos seminais de Schumpeter, o crédito foi progressivamente abandonado em função da importância dada às inovações tecnológicas e produtivas.

No momento atual não temos como menosprezar esse tema. E não apenas pela importância crescente das formas várias de financiamento das corporações possibilitadas pela expansão dos mercados financeiros, mas fundamentalmente porque as próprias corporações passam progressivamente a gerir imensas massas de riquezas com formas de valorização bastante diversificadas. As operações de tesouraria das grandes corporações e a expressão contundente do volume significativo dos resultados

financeiros em relação aos resultados operacionais, tornam a corporação contemporânea uma organização bastante peculiar em relação a suas predecessoras no período de repressão financeira dos anos dourados.

Justamente, o mais interessante dentro dessa perspectiva alternativa é que nessa economia de proprietários de riqueza, o móvel essencial que imprime movimento ao sistema, a busca da valorização do capital, não depende apenas do circuito produtivo. A valorização do capital pode se realizar em outras esferas e, mormente em sua forma de capital fictício. No momento em que vivemos, a financeirização passa a ser o padrão sistêmico de riqueza e essa “irá assumindo crescentemente uma dimensão simbólica, na moeda fiduciária e nos ativos financeiros em geral” (Braga, 1997). Aliás, os circuitos de valorização estritamente financeiros combinam atrativos convidativos: a liquidez e a ausência de preocupações com intrincadas questões estratégicas na gestão da produção, inovação e trabalho.

Nossa interpretação, na linha desenvolvida por Braga (1997) e outros autores é que o cálculo capitalista que orienta o crescimento e lucratividade geral das corporações persegue uma função-objetivo que inclui para além do investimento produtivo e tecnologicamente inovador, operações com títulos financeiros, arbitragem e manobras patrimoniais.

5. Conclusão: a forma da gestão corporativa e a crise econômica atual

A afirmação de que vivemos um período governado por um determinado regime de acumulação, liderado pelas finanças, não obstante contar com alicerces teóricos bem assentados, carece de uma discussão mais profunda sobre sua manifestação concreta. O objetivo deste artigo foi explicitar uma das formas concretas de manifestação do Regime de Acumulação Liderado pelas Finanças, apontando para a transformação histórica da corporação capitalista e sua relação íntima com aquele regime de acumulação.

Como resultado, identifica-se a relação entre as formas contemporâneas da governança corporativa com uma determinada percepção da natureza da firma capitalista. A transformação da percepção da firma como um *locus* de tensão, onde os

contratos são arranjos precários e necessariamente temporários de suspensão dessa tensão, deu lugar a uma leitura que esvazia a corporação capitalista de seus aspectos de poder, conferindo a mesma apenas sua dimensão técnica, maximizadora do bem-estar de todos os envolvidos no processo produtivo na exata medida de sua contribuição marginal.

Nada mais adequado a um ambiente no qual os benefícios potenciais trazidos pelas inovações técnicas e financeiras foram paulatinamente sendo apropriados por um dentre os demais *stakeholders* da corporação: os *shareholders*. Sua retórica consistente e suas medidas de força compuseram a concretude de um universo corporativo que deprime as possibilidades de benefício de trabalhadores, fornecedores, financiadores externos, clientes e governo e amplia as formas de comando e controle sobre a corporação por parte dos acionistas. Estes obviamente passam a poder ampliar desmesuradamente sua fatia nos lucros corporativos e a implantar sua forma de gestão à firma, calcada esta na prevalência da liquidez e na maximização dos retornos de curto prazo.

De fato, as corporações passaram a ser geridas para atender cada vez mais principalmente às necessidades de proprietários que têm as mesmas preocupações que gestores de fundos de investimento ou fundos de pensão: caso determinada participação acionária em uma corporação específica não apresente os retornos esperados, a decisão de abandonar a posição deprime imediatamente o valor das ações da corporação e funciona como um sinalizador quanto às expectativas do mercado em relação à lucratividade futura daquela corporação.

Com termos de comparação (*benchmarks*) cada vez mais amplos¹⁹ e prazos de prestação de contas cada vez mais curtos²⁰, a pressão por resultados de curto prazo se

¹⁹ Amplos no sentido de que taxas de retornos de empresas localizadas em partes cada vez mais distantes do globo são comparadas, na medida em que as TIC's permitem que, rapidamente e a baixo custo, posições acionárias sejam vendidas e compradas de forma quase instantânea. Assim, empresas até há pouco tempo isoladas em seus mercados são comparadas, em suas rentabilidades, a empresas localizadas a continentes de distância, o que transforma seu espaço de concorrência de forma rápida, imprevista e acentuada.

²⁰ Os balanços, outrora anuais, são todos apresentados trimestralmente, o que, na lógica do *shareholder value*, representa uma ampliação da transparência da empresa para com seus acionistas. Na prática, tal expediente leva a uma pressão ampliada por resultados, elevando a tensão e a busca de soluções, quaisquer que sejam, para evitar a apresentação de balanços ruins, algo particularmente visível nos casos desastrosos da Enron e WorldCom, dentre outras empresas que faliram na crise das pontocom, no início dos anos 2000.

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 atrasado²¹ e seguidas em boa medida por aqueles que adotam estratégias de *catching up* no período pós-Segunda Guerra, inviabiliza-se.

Antecipado pelo próprio conceito de Capital Financeiro, de Hilferding²², tal forma de gestão do capital corporativo leva ao limite o movimento de busca pela liquidez simultaneamente à maximização dos retornos de suas posições, estas cada vez mais momentâneas.

Feita sua leitura de modo adequado, a economia política da corporação contemporânea explicita a relação íntima dessa forma específica de gestão e controle da firma contemporânea e a crise atual. Também as corporações, por vezes tidas como vítimas de uma crise que tem início nos descontroles do mercado financeiro, têm participação vital na construção de um arranjo social que privilegia alguns de seus atores em detrimento não apenas de outros grupos sociais, mas pondo em risco a própria urdidura do tecido social.

Parte decisiva na compreensão da crise atual, a prevalência absoluta dos *shareholders* na corporação capitalista contemporânea explicita a própria contradição inerente ao funcionamento do sistema capitalista nos moldes de seu atual regime de acumulação. Reformular a corporação capitalista é condição *sine qua non* para a superação não apenas da crise que ora se apresenta, mas das amarras que nos prendem, sem exceções, e tornam apenas uma miragem um porvir livre de tensões e misérias, para todos.

6. Referências Bibliográficas

AGLIETTA, M. (2008). *Macroéconomie Financière*. La Decouverte. Paris.

AGLIETTA, M; REBÉRIOUX, A. (2005) *Corporate Governance Adrift: A Critique of Shareholder Value*. Cheltenham, U.K.: Edward Elgar Publishing.

AGLIETTA, M. e BRETON, R. (2001). Financial systems, corporate control and capital accumulation. *Economy and Society*, vol. 30, n. 4, nov: 433-466.

²¹ Ver Oliveira, 2002.

²² Ver Hilferding, 1985.

- ALCHIAN, A (1969) Information costs, pricing, and resource unemployment, *Economic Inquiry*, v. 7, n° 2: 109-128
- BERLE, A.; MEANS, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Nova York: Harcourt, Brace & World.
- BERNANKE, B. (1995). The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. *The Federal Reserve Board*. Remarks by Governor Ben Bernanke, april.
- BLAIR, M. (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.
- _____. (1995), *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*. Brookings Institution Press: Washington DC.
- BOYER, R. & SAILLARD, Y. (2002). *Regulation Theory: the state of the art*. London: Routledge.
- BOYER, R. (2004). *Théorie de la Réégulation: les fondamentaux*. La Découverte. Paris
- BRAGA, J.C.S. (1997). Financeirização Global. In Tavares, M. C. e Fiori, J. L. *Poder e Dinheiro*. Rio de Janeiro: Vozes.
- COASE, R. H. (1988). "The Firm, the Market, and the Law". In: *The Firm, the Market, and the Law*. Chicago: The University of Chicago Press, p. 1-10.
- COASE, R. H. (1988). "The Nature of the Firm". In: *The Firm, the Market, and the Law*. Chicago: The University of Chicago Press, p. 33-55. (original de 1937).
- 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.
- DUPIN, E. (2009) Os liberais diante da crise. *Le Monde Diplomatique no Brasil*. Março.
- FLINGSTEIN, N.; SHIN, T. (2007) Shareholder Value and the Transformation of the U.S. Economy, 1984-2000. *Sociological Forum*. 22(4): 399-424.
- GALBRAITH, John Kenneth (1967). *O Novo Estado Industrial*. São Paulo: Editora Pioneira, 1983, 2ª edição.
- HILFERDING, R. (1985). *O Capital Financeiro*. Nova Cultural. São Paulo.
- JENSEN, M. C. (1986) Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review*, 76, pp. 323-9.
- _____. (1989) Eclipse of the public corporation, *Harvard Business Review*, vol. 67, n.5, pp. 61-74.
- 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.
- KERSTENETZKY, J. (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.
- KEYNES, J. M. (1985) *A Teoria Geral do Emprego do Juro e da Moeda*. São Paulo: Nova Cultural. 287p. (Coleção «Os Economistas»).

- LAMBERT, R., LARCKER, D. F. (1984). Golden Parachutes, Executive Decision-Making and Shareholder Wealth. *Journal of Accounting and Economics*, 7 (1985) 179-203
- LAZONICK (2008). The Quest for Shareholder Value: Stock Repurchases in the US Economy. University of Massachusetts Lowell and Stockholm School of Economics.
- _____ (2007). The US stock market and the governance of innovative enterprise. *Industrial and Corporate Change*, vol. 16, n. 6, pp. 983-1035.
- LAZONICK, W.; O'SULLIVAN, M (2000). Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and Society*, vol.29 n.1, pp. 13-35.
- MARRIS, R. (1963). A model of the managerial enterprise. *Quarterly Journal of Economics*, v.77, p. 185-209.
- MORRIS, C. (2008). *The Trillion Dollar Meltdown*. Public Affairs. NY.
- NELSON, R. e WINTER, S. (1982), *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Cambridge, Mass.: Belknap Press of Harvard University Press.
- OLIVEIRA, C.A.B. (2002). *Processo de Industrialização: do capitalismo originário ao atrasado*. Ed. Unesp e Ed. da Unicamp. Campinas.
- PAVITT, K. (1984). Sectoral Patterns of Technical Change: towards a taxonomy and a theory. *Research Policy*, 13.
- PENROSE, E.T. (1959). *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford: Basil Blackwell, 1980. Primeira edição.
- PHILLIPS, K. (2008). *Bad Money*. Viking. New York.
- PLIHON, D. (2005). As grandes empresas fragilizadas pela finança. In: Chesnay, F. *A Finança Mundializada*. São Paulo: Boitempo.
- _____. (2004). *Le Nouveau Capitalisme*. La Découverte. Paris.
- PRADO, E. F. S. (2006). Microeconomia Reducionista e Microeconomia Sistêmica. *Nova Economia* (UFMG), v. 16, p. 303-322.
- RICHARDSON, G.B. (1972). The organisation of industry, *The Economic Journal*, 1972
- SORROS, G. (2008). *O Novo Paradigma para os Mercados Financeiros*. Agir. RJ.
- SCHUMPETER, J.A. (1912). *Teoria do Desenvolvimento Econômico*. Nova Cultural. São Paulo (ed. de 1985).
- _____. (1942). *Capitalism, Socialism and Democracy*. Harper Perennial. (ed. de 1975).
- WILLIAMSON, O. E. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism: firms, markets, relational contracting*. New York. The Free Press.
- WOLF, M. *A Reconstrução do Sistema Financeiro Global*. (2009). Elsevier, Rio de Janeiro.
- ZINGALES, L. (1998). Corporate Governance, in P.Newman (ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, London: Stockton Press, pp.497-502.