

A firma inovadora num contexto de globalização financeira: a apresentação de um debate

Leonardo Bispo de Jesus Júnior¹

Resumo

A instabilidade cambial e as tensões decorrentes da subida das taxas de inflação, por toda parte, foram características marcantes da década de 1970, enfrentadas com o “choque de juros”, deflagrado pelo *Federal Reserve*, em 1979. Este desequilíbrio foi decisivo para o avanço da “desregulamentação” dos mercados, intensificando a chamada globalização financeira. Com este contexto, a vantagem da grande corporação multidivisional, crescentemente multinacional e verticalmente integrada, dominante no estudo da Organização Industrial, até meados dos anos 1980, não se sustentou. O objetivo do texto é discutir como a globalização financeira afetou a dinâmica de acumulação das grandes corporações no período recente (pós década de 1980).

Palavras-chaves: Maximização do Valor para o Acionista; Teoria dos *Stakeholders*; Firma Inovadora; Performance Econômica.

Abstract

Exchange rate instability and tensions resulting from rising inflation rates, everywhere, were the main characteristics of the 1970s, faced with the "interest rate shock" triggered by the Federal Reserve in 1979. This imbalance was crucial to the advancement the "deregulation" of markets, intensifying the called financial globalization. With this context, the advantage of large multidivisional corporation, increasingly multinational, vertically integrated, dominant in the study of industrial organization until the mid-1980s, was not sustained. The purpose of the paper is to discuss how financial globalization has affected the dynamics of accumulation of large corporations in the recent period (post 1980).

Key Words: Maximization Shareholders Value; Stakeholder theory; Inovative Firm; Economic Performance.

Área 7: Trabalho, Indústria e Tecnologia

Classificação JEL: G3; L1; O1; O3.

1 Introdução

O progressivo desgaste das regras monetárias e cambiais concertadas em *Bretton Woods* foi causado pela rápida recuperação das economias europeias e o espetacular crescimento do Japão, assim como pelo fluxo continuado de investimentos americanos diretos para o resto do mundo e pelos gastos da Guerra Fria. A “crise” do sistema, que já se anunciava na segunda metade da década de 1950, culminou com a desvinculação do dólar com o ouro, em 1971, no primeiro choque do petróleo e na introdução do regime de taxas de câmbio flutuantes, em 1973 (BELLUZZO, 2006).

A instabilidade cambial e as tensões decorrentes da subida das taxas de inflação, por toda parte, foram características marcantes da década de 1970, enfrentadas com o “choque de juros”, deflagrado pelo *Federal Reserve*, em 1979. A supervalorização do dólar inverteu a posição externa dos EUA, passando da posição de credor para devedor internacional. Este desequilíbrio foi decisivo para o aprofundamento dos processos de “securitização” das operações de emissão de dívidas e para

¹ Doutor em Ciências Econômicas pela Universidade Estadual de Campinas (Unicamp). Professor Adjunto A da Universidade Federal da Bahia (UFBA). Pesquisador da Unidade de Estudos Setoriais (UNES-UFBA). E-mail: lbjunior@ufba.br.

o avanço da “desregulamentação” dos mercados, intensificando a chamada globalização financeira (BELLUZZO, 2006; TAVARES; BELLUZZO, 2005).

Com este contexto, a vantagem da grande corporação multidivisional, crescentemente multinacional, com uma extensa hierarquia gerencial e verticalmente integrada, dominante no estudo da Organização Industrial até meados dos anos não se sustentou (STURGEON, 2002).

O objetivo do texto é discutir como a globalização financeira afetou a dinâmica de acumulação das grandes corporações no período recente (pós década de 1980). Para isso, ele foi dividido em cinco seções, incluindo esta introdução e as considerações finais. Na segunda, a intenção é discutir o princípio de governança corporativa baseado na maximização do valor para o acionista (MVA). Na terceira, o objetivo é analisar a influência do atendimento à tal princípio na empresa inovadora. Na quarta, discute-se a relação existente entre esse princípio e a performance econômica. Na quinta, fazem-se as considerações finais.

2 Governança corporativa sob a égide da maximização do valor para o acionista

2.1 A origem do princípio de maximização do valor para o acionista

Foi na década de 1980 que os argumentos a favor de administrar corporações para gerar valor para os acionistas entraram nos Estados Unidos. Ao longo do século XX, a economia estadunidense foi dominada por um número relativamente pequeno de grandes corporações, que empregavam milhares de pessoas. O princípio de governança corporativa utilizado para alocação das receitas dessas corporações era denominado de ‘reter e reinvestir’. Segundo esse princípio, as empresas retinham os lucros e os empregados; os lucros eram reinvestidos em capital físico e recursos humanos complementares (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000).

No entanto, nos anos de 1960 e 1970, o princípio do “reter e reinvestir” incorreu em problemas, por dois motivos: excessivo crescimento das empresas e surgimento de novos concorrentes. A expansão excessiva das corporações, a ponto de lhes impor dificuldades de coordenação, tornou mais complexo o entendimento de quais estratégias inovadoras deveriam ser perseguidas e se as organizações possuíam capacidades de implementá-las (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000).

Conforme aponta Kerstenetzky (2007), até os anos de 1970, os grandes conglomerados estiveram associados a uma concepção de firma em que sinergias econômicas favoreceriam a aplicação de técnicas de gerenciamento a uma combinação de negócios heterogêneos. A firma conglomerada seria, deste modo, um conjunto de ativos - um portfólio de ativos com diferentes linhas de produtos – dispostos e rearranjados pelos gerentes através da compra e venda de unidades. Neste sentido, este tipo de organização industrial favorecia: (i) a suavização dos ciclos, pela diversificação; (ii) a gestão dos ativos do portfólio, com o emprego de modernas técnicas de gestão,

informação e acesso à mercados financeiros; e (iii) o acompanhamento do desempenho dos investimentos, com aquisições e vendas. O fraco desempenho dos conglomerados se tornou parte das explicações para o declínio das corporações norte-americanas na década de 1970.

A outra parte foi creditada ao ambiente macroeconômico instável e a ascensão de uma nova concorrência internacional, especialmente do Japão. O Japão passou a desafiar os Estados Unidos em indústrias e setores - produção em massa de automóveis, eletrônicos de consumo e nos setores de máquinas e eletrônicos que forneciam bens de capital para essas indústrias de consumo duráveis - em que empresas norte-americanas tinham sido líderes mundiais e que tinham sido essenciais para a prosperidade dessa economia desde os anos de 1920 (LAZONICK, 2006; LAZONICK; O'SULLIVAN, 2000)

Diferentemente das empresas norte-americanas - que utilizavam suas organizações gerenciais para desenvolver e utilizar tecnologias que lhes possibilitassem dispensar trabalhadores de chão de fábrica e que priorizavam a utilização de fornecedores e distribuidores, mesmo que isso significasse um menor envolvimento com o processo inovativo -, as empresas japonesas instituíramo emprego permanente, que permitiu um novo modelo de integração hierárquica e funcional - integração das capacidades das pessoas com uma gama mais ampla de especialidades funcionais e uma matriz de responsabilidades hierárquicas mais profundas -, e possibilitou o envolvimento destas na aprendizagem coletiva e inovativa (LAZONICK, 2006; LAZONICK; O'SULLIVAN, 2000).

Foi nesse contexto que a abordagem de governança corporativa, conhecida como teoria da agência, é resgatada e reinventada por Michael Jensen e William Meckling, ambos da Universidade de Rochester.

Segundo a abordagem da teoria da agência, o fraco desempenho das empresas norte-americanas na década de 1970 era devido à falta de disciplina dos gerentes corporativos, que, oportunisticamente, usavam seu controle sobre a alocação de recursos para alcançar objetivos próprios, ou pelo menos que eram contrários aos interesses dos acionistas. Nesse sentido, fazia-se necessário um mercado de aquisição que, funcionando como um mercado para controle corporativo, poderia disciplinar os gestores que gerenciavam mal suas empresas. A taxa de retorno sobre as ações da empresa seria sua medida de desempenho e a maximização de valor para os acionistas seu credo (LAZONICK; O'SULLIVAN, 2000).

Tal abordagem tem implicado, desde a década de 1980, em estratégias comerciais e financeiras que buscam aumentar a taxa bruta de retorno econômico sobre o capital empregado. Esse aumento tem sido alcançado pela combinação de dois métodos, a saber: (i) redução do custo do trabalho, que eleva a participação dos lucros; e, (ii) poupança de capital produtivo, que reduz a relação capital/produto. Neste sentido, a divisão do trabalho tem sido remodelada por estratégias

relacionadas à terceirização, subcontratação, *spin-offs*, dentre outras (WILLIAMS, 2000; AGLIETTA, 2000).

O foco nestas estratégias tem reorientado a hierarquia de objetivos gerenciais numa direção em que, além de organizar processos e atender consumidores, as empresas devem satisfazer, também, gestores de fundos e atender as expectativas do mercado de capitais. O resultado disso é uma nova forma de concorrência em que as empresas de capital aberto competem, como um investimento, em termos de desempenho financeiro (WILLIAMS, 2000).

Esse princípio de governança corporativa encontrou nos investidores institucionais o suporte necessário. A transferência de participação acionária das famílias para instituições como fundos mútuos, fundos de pensão e companhias de seguro de vida, proporcionou maior poder para os acionistas influenciarem os rendimentos e valores de mercado das ações. As mudanças ocorridas no setor financeiro, na década de 1970, possibilitaram a inclusão de ações corporativas nas carteiras de investimento de companhias de seguro de vida e fundos de pensão. Nos anos de 1960 e 1970 esse tipo de procedimento possuía restrições legais (LAZONICK; O'SULLIVAN, 2000).

Essas mudanças, que promoveu o crescimento do investimento institucional baseado em ações, foram consequências, (i) da mudança de foco de empresas financeiras de *Wall Street*, da compra e venda de empresas durante a mania do conglomerado dos anos de 1960, para o apoio à atividades de investimento de longo prazo (principalmente através de emissões de obrigações), visando a geração de ganhos de capital através de negociação de títulos corporativos e governamentais; e (ii) da evolução da tecnologia de computação, que possibilitou essas empresas lidarem com volumes mais elevados de comércio (LAZONICK; O'SULLIVAN, 2000).

Os investidores institucionais foram participantes centrais do movimento de aquisições hostis ocorrido na década de 1980 (LAZONICK; O'SULLIVAN, 2000). A possibilidade de uma aquisição hostil evitaria, em tese, que executivos adotassem comportamentos muito desviantes dos interesses dos acionistas, e aumentaria a eficiência alocativa dos recursos da economia, na medida em que empresas mal gerenciadas seriam adquiridas² (RABELO; SILVEIRA, 1999).

As aquisições hostis, sob a alegação de que foram benéficas para as empresas envolvidas e para a economia dos EUA como um todo, encontraram o apoio necessário no surgimento de um poderoso mercado para controle corporativo. Essas aquisições, além de colocar à frente das empresas gestores dispostos a maximizar valor para o acionista, obrigavam-os a demitir trabalhadores e vender ativos físicos, caso isso fosse necessário para atender as novas obrigações

² Porém, com base em estudos empíricos, existem poucas evidências de que as mudanças de controle com as aquisições representam uma resposta ao mau desempenho dos executivos. Apesar do mercado de aquisições ser um mecanismo utilizado para disciplinar os gestores nos países anglo-saxões, é possível encontrar a mesma intensidade de rotação de gestores em nações cujo modelo de governança corporativa é diferente do anglo-saxão (CHARREAUX; DESBRIÈRES, 2001).

financeiras da corporação e, de fato, empurrar para cima o valor das ações (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000).

A não adesão aos critérios financeiros na tomada de decisões e na reorganização das firmas passou a ser negativamente avaliado pelo mercado, provocando queda no valor das ações e obrigando à reestruturação, ou resultando na perda de controle. Os custos sociais provocados pela adesão aos critérios mencionados, fechamento de plantas e perda líquida de postos de trabalho, passaram a ser creditados à situação de sobreinvestimento e sobreemprego em que estava operando a economia, associados a falhas nos sistemas de controle (KERSTENETZKY, 2007).

Em nome da criação de valor para o acionista, a orientação estratégica dos gestores na alocação de recursos mudou de lógica; do ‘reter e reinvestir’ para o ‘reduzir e distribuir’. Sob essa lógica, o tamanho das empresas foi reduzido, com corte, inclusive, de força de trabalho, numa tentativa de aumentar o retorno sobre o patrimônio líquido e distribuí-lo para os acionistas (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000).

2.2 Por que maximizar valor para o acionista?

A fundamentação teórica do princípio de governança corporativa de maximização de valor para o acionista está baseada na ideia de que a existência de mercados perfeitos de capital, trabalho e produto, nas economias de mercado, assegura a melhor alocação possível dos recursos escassos (BERNSTEIN, 2007; LAZONICK, 2006).

Portanto, a existência de mercados de capitais eficientes impõe que o valor de mercado da firma reflita seus fluxos de caixa líquido esperados, incluindo os fluxos de caixa das oportunidades de investimentos futuros³ (JENSEN; SMITH, 1984). Ou seja, pressupõe-se que as informações atendam as exigências legais e as expectativas dos participantes deste mercado, de modo que uma nova informação seja incorporada rapidamente, com o concomitante ajuste nos preços dos títulos (PROCIANOY; ANTUNES, 2003).

A Hipótese da Eficiência de Mercado (HEM), conforme afirma Jensen (1978), tornou-se amplamente aceitável nos anos de 1950 e 1960, quando apareceu sob o nome de *Random Walk Theory*, na literatura de Finanças, e de “Teoria das Expectativas Racionais”, no *mainstream* da literatura de Economia. Segundo o mesmo autor, a HEM é uma extensão da condição de equilíbrio competitivo da teoria dos preços clássica para o comportamento dinâmico de preços nos mercados especulativos em condições de incerteza.

As condições para que a HEM se verifique, segundo Fama (1970), são: (i) inexistência de custos de transação nas negociações de títulos; (ii) disponibilização de todas as informações sem

³ Fluxo de caixa livre ou líquido é o fluxo de caixa que excede o necessário para o financiamento de todos os projetos com valores presentes líquidos positivos, quando os custos relevantes de capital forem descontados (JENSEN, 1986).

custos para todos os participantes do mercado; e (iii) conformação das expectativas dos investidores no que se refere aos efeitos das informações sobre os preços atuais das ações, assim como suas distribuições futuras.

Diversas versões da HEM tem sido amplamente discutida e testada na literatura, estando a diferença entre estas associadas, principalmente, a definição do conjunto de informações usada nos testes⁴ (JENSEN, 1978).

A HEM tem inúmeras implicações importantes para finanças corporativas. A principal delas é a não existência de ambiguidade sobre a função objetivo da firma; que é a maximização do seu valor de mercado atual (JENSEN; SMITH, 1984).

No entanto, ao se admitir a existência de “imperfeições de mercado”, o que exige controle gerencial sobre a alocação de recursos, o atendimento desta função objetivo é dificultada pelo que se convencionou denominar “problema de agência”. Duas limitações sobre a habilidade humana de tomar decisões sobre a alocação de recursos, uma cognitiva e outra comportamental, derivam o “problema de agência” (LAZONICK, 2006).

A limitação cognitiva é a informação oculta (também conhecida como seleção adversa ou racionalidade limitada), que impossibilita os investidores (principais) de saberem, *a priori*, se os gerentes contratados (agentes) serão bons ou maus alocadores de recursos. A limitação comportamental é a ação oculta (também conhecida como risco moral ou oportunismo), que reflete a propensão, inerente a uma sociedade individualista, dos agentes utilizarem sua posição como alocadores de recursos para maximizarem sua função utilidade, em detrimento da função utilidade dos principais.

Diante da suposição de que a “boa governança corporativa” significa maximizar valor para o acionista, a questão que fica é saber por que o acionista é beneficiado e não, por exemplo, os credores, tornando suas aplicações financeiras mais seguras, ou os empregados, via maiores salários e benefícios. Os simpatizantes da teoria argumentam que entre todos os *stakeholders* da corporação empresarial, somente os *shareholders* são os “*residual claimants*”. Ou seja, dentre as partes interessadas, apenas os acionistas não têm direitos contratuais garantidos; seu retorno, caso haja, depende do que sobra depois de terem sido pagas às partes suas contribuições produtivas (LAZONICK, 2006; CHARREAUX; DESBRIÉRES, 2001).

Conforme aponta Fama e Jensen (1983), os riscos assumidos pela maioria dos agentes são limitados pelas estruturas de contrato das diferentes formas de organização. Quem suporta o risco residual – diferença entre a entrada de recursos e os pagamentos prometidos aos agentes – são aqueles que contratam os direitos aos fluxos de caixa líquido, chamados reclamantes residuais ou portadores de risco residual. Sobre este aspecto, Charreaux e Desbrières (2001) acrescentam que o

⁴ Para uma discussão sobre estas versões ver Jensen (1978).

fato de os acionistas desempenharem um papel secundário no processo de criação de valor justifica, de certa maneira, sua remuneração incerta.

O fato deste grupo de agentes suportar a maior parcela da incerteza o obriga a monitorar os gerentes para assegurar que estes aloquem recursos da forma mais eficiente possível; o que reduz os custos incorridos para o monitoramento dos contratos com outros grupos de agentes (FAMA; JENSEN, 1983).

Contratos que direcionam as decisões para o atendimento dos interesses dos requerentes residuais, segundo Fama e Jensen (1983), contribuem para geração de valor para as organizações. Pois, da mesma forma que produzir a um baixo custo, por exemplo, está alinhado aos interesses dos reclamantes residuais, pelo fato de aumentar o fluxo de caixa líquido, contribui para sobrevivência da empresa, ao permitir que produtos sejam vendidos a preços menores.

Para Jensen (2010), esta perspectiva é, também, benéfica para a sociedade como um todo. Pois, numa perspectiva rival, a *stakeholder theory*, a não indicação da solução de conflitos entre os diferentes interesses e dos princípios que devem guiar a tomada de decisões liberaria os gerentes, sem responsabilidades, à seguirem seus próprios interesses.

Neste sentido, a maximização de lucros e sua distribuição à quem fez o investimento se constitui num critério claro de decisão sobre o emprego do dinheiro, estando a ligação entre o interesse do acionista e do restante da sociedade na valorização de cada unidade gasta. Consumidores, trabalhadores e fornecedores, além de contribuírem com a valorização, podem, também, assumir os riscos e o controle comprando ações (KERSTENETZKY, 2007).

Porém, como os interesses dos gestores podem estar associados à consolidação de suas posições através da solidez e produtividade alcançadas com a coalizão organizacional, o alinhamento com os interesses dos acionistas pode não se constituir na única preocupação destes. A desconexão com a evolução das remunerações dos acionistas e/ou empregados poderia causar conflitos – desestímulos dos empregados, por exemplo - e levar a uma redução do *stakeholder value*⁵ (CHARREAUX; DESBRIÉRES, 2001).

Além disso, a análise do processo de criação de valor, relacionado ao sistema de governança corporativa, não pode ser reduzido às transações entre empresas e acionistas e ao estudo da influência destes no controle sobre os gestores. A importância destes fatores, tanto para a literatura sobre criação de valor, quanto para aquela relacionada à governança corporativa, deve-se à

⁵ Sobre este aspecto, Penrose (1959), já analisando o conflito de interesses evidenciado pela separação entre propriedade e controle, argumentava que os administradores assalariados ganhavam pouco, ou nada, pela distribuição de dividendos além do necessário para evitar reclamações em grande número de acionistas, para atração de capital adicional necessário e, de modo geral, para formação ou manutenção da reputação da firma como um bom investimento. Segundo a autora, a retenção e reinversão dos fundos gerados pela firma garantiriam um prestígio e satisfação pessoal à estes administradores maior do que a distribuição de dividendos para além dos limites necessários para conservar a felicidade dos investidores.

prevalência do modelo anglo-saxão em relação aos modelos europeus e japoneses, conforme argumenta Charreaux e Desbrières (2001)⁶.

Os gestores criam valor quando a diferença entre a receita e os custos de produção, incluindo os custos implícitos, é positiva. Neste sentido, um produto/serviço inovador, por exemplo, pode se configurar como uma importante fonte de criação de valor. Da mesma maneira que, ao reduzir o custo de oportunidade, uma menor remuneração exigida pelos credores financeiros - devido a diminuição do risco -, ou um acordo de parceria com os fornecedores, ao reduzir o risco de oportunismo (CHARREAUX; DESBRIÈRES, 2001).

Neste sentido, o processo de criação de valor não pode ser analisado independentemente do processo de distribuição, sendo que este não deve se resumir à geração de valor para o acionista. Uma distribuição favorável aos trabalhadores, com pagamentos de salários superiores aos seus custos de oportunidade, por exemplo, induz um melhor desempenho destes, resultando na melhoria da qualidade dos produtos produzidos (CHARREAUX; DESBRIÈRES, 2001).

Uma análise precisa do processo de distribuição revela, ainda, que os atributos utilizados pelos demais *stakeholders*, que não os acionistas, para criação de valor, são, em sua maioria, intransferíveis. Um trabalhador, que recebe a parcela do valor criado correspondente a sua contribuição específica, por exemplo, em função da especificidade do seu trabalho, não é capaz de mobilizar esse valor no mercado. A possibilidade dos acionistas transferirem seus recursos, através do mercado de ações, constitui a melhor proteção do capital investido; o que contrapõe o argumento de que estes sejam os únicos “*residual claimants*” (CHARREAUX; DESBRIÈRES, 2001).

O mercado de ações, dentro do paradigma do *shareholder*, é a instituição de governança pelo qual o problema de agência pode ser resolvido e a alocação eficiente de recursos da economia pode ser alcançada; as decisões internas quanto à alocação de fluxos de caixa futuros e correntes se refletem nos preços das ações (LAZONICK, 2006; AGLIETTA, 2000; FAMA; JENSEN, 1983).

Portanto, o mercado de ações pode funcionar, especificamente, como um mercado de controle corporativo, que permite aos *shareholders* ‘disgorge the free cash flow’ (LAZONICK, 2006; FAMA; JENSEN, 1983).

Exceto para firmas com projetos de investimentos não rentáveis, a teoria do fluxo de caixa livre supõe que os preços das ações sobem com aumentos inesperados de pagamentos aos acionistas (ou promessa de aumentos) e caem com a redução de pagamentos ou nova requisição de fundos (ou perspectiva de reduções de pagamentos futuros) (JENSEN, 1986).

⁶ De maneira mais ampla do que aqueles que definem governança corporativa como o estudo dos processos pelos quais os fornecedores de recursos – reduzidos aos únicos investidores financeiros - garantem a rentabilidade do seu investimento, Charreaux e Desbrières (2001) a definem como mecanismos que governam o comportamento dos gestores, atores centrais (mas não os únicos) no processo de criação de valor, e delineiam seu poder discricionário.

A possibilidade dos investidores venderem suas ações, realocando seus recursos para usos mais eficientes, motiva os gerentes a maximizar valor para os acionistas. Pois, a venda reduz o preço das ações da empresa, que, por sua vez, facilita a aquisição por acionistas que podem colocar no lugar gestores que estejam mais dispostos à distribuir fluxos de caixa livre (LAZONICK, 2006).

A maximização do valor para o acionista, como novo princípio de governança corporativa, nos anos de 1980 e 1990, elevou os rendimentos reais sobre ações corporativas dos EUA como um todo, que tinham sido corroídos pela inflação durante a década de 1970. A elevação dos rendimentos foi reflexo, conforme salienta Lazonick (2006), de uma combinação de três forças distintas da economia corporativa norte-americana, a saber:

(i) redistribuição das receitas corporativas, principalmente das companhias da “Velha Economia” (*Old Economy Business Model - OEBM*) -, que se originaram no final do século XIX -, com a redução da força de trabalho e a distribuição de fluxo de caixa livre para os acionistas. Isso representou uma reversão do regime “reter e reinvestir”, que tinha caracterizado as decisões de alocação de recursos dessas companhias nas décadas do pós-Segunda Guerra, quando a renda corporativa era retida para reinvestimentos na organização, com expansão da força de trabalho;

(ii) maior lucro por ação, impulsionado pela inovação, especialmente por empresas da “Nova Economia” (*New Economy Business Model - NEBM*) - empresas de tecnologia da informação e comunicação (TICs), fundadas a partir de 1955, não estabelecidas a partir de um *spin-off* de uma empresa da “Velha Economia” e que não se expandiu por meio de uma fusão (com) ou aquisição (de) uma empresa da “Velha Economia” -, tais como Intel, Microsoft, Cisco Systems, Sun Microsystems e Oracle. O significativo crescimento experimentado, tanto nas rendas de capital, quanto nas de trabalho, durante os anos de 1980 e 1990, foi resultado do regime de alocação “reter e reinvestir”. A retenção de rendas corporativas se deu pela pouca distribuição de dividendos e reinvestimentos em produtos e processos inovativos; foi o sucesso inovativo dessas corporações que resultou no aumento de preços de suas ações;

A diferença entre as companhias da nova e da velha economia é que na primeira foi a criação de valor pelo processo de inovação que justificou o aumento dos preços das ações, ao passo que, na segunda foi o processo de redistribuição que transferiu valor das rendas de trabalho para as rendas de capital, aumentando o preço das ações, mesmo sem a criação de novo valor.

(iii) especulação pelos investidores no mercado de ações, incentivados, ao menos inicialmente, pelo aumento dos preços das ações, devido à redistribuição e/ou inovação. Apesar da combinação da redistribuição da “Velha Economia” e da inovação da “Nova Economia” ter provido um sólido alicerce para o crescimento dos preços das ações, em certos períodos a especulação se tornou um fator importante no aumento desses preços, com profissionais que detinham informações privilegiadas, no interior das corporações e em *Wall Street*, ganhando com essa especulação.

O exposto até o momento pouco clarifica o potencial da teoria da agência em analisar a relação existente entre governança corporativa e performance econômica. Segundo Lazonick (2006), as principais falhas da teoria na análise desta relação são:

(i) falta de explicação sobre como as corporações passaram a controlar a alocação de significantes recursos da economia. A teoria da agência surge num contexto de intensa competição estrangeira enfrentada pelas corporações norte-americanas, caracterizadas por uma separação entre propriedade e controle gerencial. Como resposta a essa competição, as corporações estadunidenses, guiadas pela perspectiva da MVA, passaram a incentivar seus gerentes a aumentar o preço das ações de suas companhias, mesmo se isso fosse acompanhado por uma redistribuição de rendas corporativas, da renda do trabalho para renda do capital, minando a efetividade da capacidade produtiva acumulada por essas;

(ii) a forma de mensuração, no tempo, do fluxo de caixa livre. A teoria não trata de como se pode prever o fluxo de ganhos futuros quando uma empresa tem de investir em inovação para se manter competitiva. Pois, uma estratégia inovadora enfrenta três tipos de incertezas: a incerteza tecnológica, a incerteza de mercado e a incerteza competitiva. A incerteza tecnológica surge da impossibilidade de prever se a empresa desenvolverá processos e produtos de maior qualidade. A incerteza de mercado nasce da possibilidade de redução dos retornos dos investimentos, caso haja futuras quedas nos preços dos produtos e aumentos nos preços dos fatores. A incerteza competitiva é reflexo da possibilidade de um investimento em uma determinada estratégia, por uma empresa inovadora concorrente, gerar um produto de melhor qualidade e/ou menor custo. Pode-se concluir, com o exposto, que se os gerentes buscarem a MVA eles não serão incentivados à investir em projetos inovadores, que têm retornos altamente incertos⁷.

(iii) a alegação de que apenas os acionistas são os “*residual claimant*”. Numa economia de mercado se assume que cada insumo do processo produtivo é pago pelo preço de mercado, que reflete sua contribuição produtiva e pode ser especificado num contrato. Esse é o caso, por exemplo, quando uma empresa compra de outra, em um mercado aberto e competitivo, uma mercadoria física como insumo produtivo. Porém, não se pode supor que esse seja o caso quando os insumos são disponibilizados pelo Estado ou na forma de serviços do trabalho dos empregados.

O último ponto pode ser ilustrado a partir dos seguintes argumentos:

Primeiro, a análise do papel da empresa no desenvolvimento econômico não pode prescindir do reconhecimento da relevância do Estado (ou, mais precisamente, de seus contribuintes) na oferta de infraestrutura, que, dado os investimentos necessários e a natureza incerta dos resultados, não seria disponibilizada por outro agente. Embora as empresas paguem taxas pela utilização da

⁷ O termo incerteza está aqui inserido nos termos utilizados por Keynes (1937), que a define não apenas como a distinção entre o que é conhecido e o que é apenas provável, mas como a inexistência de base científica que balize a formação de qualquer probabilidade calculável.

infraestrutura ofertada pelo Estado, não existe um nexo de contratos que garanta a esse um retorno sobre seus investimentos, baseado na contribuição produtiva desses investimentos para as empresas que os utilizam (LAZONICK, 2006).

Segundo, os trabalhadores também podem argumentar que realizam investimentos em capacidades produtivas, que serão fornecidas às empresas, sem nenhum retorno contratual garantido. A especificidade do capital humano limita a mobilidade interfirmas dos trabalhadores, aumentando os riscos que eles carregam. Esta especificidade pode ser estabelecida, por exemplo, pelo envolvimento dos empregados em processos de aprendizagem organizacional para o desenvolvimento de determinados produtos e processos, que, se bem sucedido, dotará a empresa de propriedade intelectual, sem qualquer garantia contratual de que esses empregados se apropriarão de uma parcela dos retornos (BLAIR; STOUT, 2006).

Contra o segundo argumento, um executivo, ao promover um *downsizing*, poderia justificar que as capacidades produtivas dos trabalhadores mais antigos se tornaram ultrapassadas, em virtude da concorrência promovida pelos trabalhadores mais jovens e da mudança tecnológica. Assim, como qualquer investidor que assumiu riscos no passado, os trabalhadores que realizaram investimentos em capital humano específico teriam de aceitar a perda de valor de mercado desse capital (LAZONICK, 2006).

Da mesma forma, os trabalhadores poderiam contra-argumentar que, ao fazer uma análise correta das condições tecnológicas, de mercado e da concorrência, suas capacidades continuam essenciais para o processo de inovação. E que a opção pelo *downsizing* é uma ação oportunista dos executivos, que, por terem opções de ações, alinham seus interesses com os dos acionistas, e não uma reestruturação da força de trabalho com o propósito de inovação (LAZONICK, 2006). Sob a perspectiva da MVA, os executivos empreendem políticas de curto prazo, mesmos que estas estejam na contramão da geração de valor para os demais *stakeholders*, que desempenham determinante papel no processo de criação de valor (CHARREAUX; DESBRIÉRES, 2001).

Com isto, os simpatizantes da *stakeholders theory* salientam que, do ponto de vista da eficiência global, o problema não estaria em disciplinar os gestores para não atuarem no atendimento de seus próprios interesses, mas, protegê-los de pressões que os obrigam a aplicar políticas de curto prazo. A mobilidade do capital financeiro protege os acionistas, porém, em contrapartida, impõe uma disciplina que pode ser contraproducente para os gerentes (CHARREAUX; DESBRIÉRES, 2001).

Isso não significa a isenção dos gestores de obrigações de performance, todavia, que estes sejam avaliados não apenas pela taxa de retorno sobre investimento, mas, pela criação de valor às partes interessadas, também (CHARREAUX; DESBRIÉRES, 2001). A suposição de curto prazo proposta pela *shareholder theory* implica num sacrifício dos investimentos em inovação; mais

rentáveis para geração de valor e produtividade (SINGH; SINGH; WEISSE, 2002; CHARREAUX; DESBRIÈRES, 2001).

Dessa maneira, os acionistas públicos desempenham um papel limitado no processo de inovação. Pois, com a finalidade de minimizar o risco, eles diversificam seus investimentos, não dispondo de tempo e/ou esforço para analisar as capacidades inovadoras das empresas cujas ações são titulares. E, caso não confiem na estratégia de investimento dessas empresas, eles vendem as ações; é o que a existência de um mercado de ações de alta liquidez lhes permitem fazer (LAZONICK, 2006).

É nesse sentido que Aglietta (2000) argumenta que o princípio de MVA ajuda a legitimar a proeminência de *shareholders* em detrimento de outros *stakeholders*, e a predominância da visão de mercado de capital da firma em relação à visão industrial; o que reflete na distribuição do produto global de fatores gerado pela empresa. Na próxima seção discutir-se-á, justamente, como este princípio favorece a visão de mercado de capital da firma, em detrimento da visão industrial.

2.3 Firma maximizadora x firma inovadora

O desprezo pela análise de como deve ser exercido o controle estratégico sobre a alocação de recursos das empresas, quais tipos de investimentos em capacidades inovadoras devem ser feitos e como os retornos dos investimentos que derivaram inovação devem ser distribuídos justificam o argumento dos teóricos simpatizantes da teoria da agência de que o desempenho econômico superior só pode ser alcançado através da MVA (LAZONICK, 2006).

Porém, como o objetivo da firma é transformar recursos produtivos em bens e serviços que podem ser vendidos para geração de receitas, uma teoria da firma deve, portanto, dar explicações sobre como ocorre essa transformação produtiva e como as receitas são obtidas. Essas explicações devem estar pautadas nas seguintes atividades genéricas: elaboração de estratégia, organização e financiamento. Segundo Lazonick (2006, p. 15),

Strategizing allocates resources to investments in developing human and physical capabilities that, it is hoped, will enable the firm to compete for chosen product markets. Organizing transforms technologies and accesses markets, and thereby develops and utilizes the value-creating capabilities of these resources to generate products that buyers want at prices that they are willing to pay. Financing sustains the process of developing technologies and accessing markets from the time at which investments in productive resources are made to the time at which financial returns are generated through the sale of products.

Sobre as referidas atividades genéricas, a teoria tradicional, aquela encontrada nos livros textos de microeconomia, coloca que: (i) dada as restrições tecnológicas e de mercado, a elaboração de estratégia para competir na indústria e a quantidade a ser produzida é determinada pela regra de maximização de lucro. A condição de desequilíbrio inicial (a existência de lucros anormais) determina em qual setor o recurso será alocado; (ii) a organização da empresa para competição é

determinada pela função de produção e preços de fatores, que são exógenos (LAZONICK, 2006); e (iii) o financiamento para transformar recursos produtivos em produtos geradores de receitas não se configura um problema, dado o pressuposto de que, a qualquer momento, a empresa pode contrair empréstimos de capital a taxa de mercado vigente e vender toda a produção que maximiza seus lucros, cobrindo o custo de capital (BERNSTEIN, 2007; LAZONICK, 2006).

Mas, porque a empresa maximizadora de lucro, da teoria tradicional, é supostamente não inovadora? Primeiro, porque, diferentemente do papel desempenhado pelo empresário na teoria da firma inovadora, esse não desempenha papel algum na criação da condição de desequilíbrio, que desencadeia a realocação de recursos de um setor para o outro; Segundo, porque o princípio da maximização do lucro não pressupõe a necessidade de conhecimentos especiais para competição em um setor, em detrimento do outro (LAZONICK, 2006; TIGRE, 2005).

Uma vez escolhida a indústria de atuação, enquanto a teoria tradicional assume a existência de certos custos fixos, que tem de ser suportados por todas as firmas que escolhem competir nessa indústria e são determinados exogenamente pela tecnologia existente e preços de fatores predominantes, na teoria da firma inovativa o nível de custos fixos se configura numa decisão estratégica de fazer investimentos destinados a dotar a firma com capacidade produtiva distintiva, comparada com seus competidores na indústria (LAZONICK, 2006).

O pressuposto de que a tecnologia é dada e livre resulta numa produtividade média declinante; curva de custo em formato de U. Supondo que o fator variável chave é o trabalho, duas razões contribuem para esse resultado: (i) a adição de fatores variáveis aos fatores fixos reduz a produtividade dos fatores variáveis; e (ii) a adição de mais trabalhadores no processo produtivo dificulta a supervisão e monitoramento, pelo empresário, como fator fixo, do desenvolvimento das atividades produtivas (VARIAN, 1992). Na teoria da firma inovadora a suposição restritiva de que o empresário aceita passivamente a condição de aumento de custos, e otimiza sujeito a esta, não é aceita. Os investimentos em organização e tecnologia são feitos justamente para mudar essa situação (LAZONICK, 2006).

No que se refere ao financiamento dos investimentos, a incerteza inerente ao processo inovativo é central na análise. A teoria da firma inovativa assume que antes mesmo do retorno desses investimentos poder ser gerado e sua taxa de retorno conhecida, os investimentos devem ser realizados e utilizados ao longo do tempo (O'SULLIVAN, 2000). O fato da empresa maximizadora apenas financiar investimentos para os quais já existe um retorno esperado cria oportunidades para as empresas inovadoras superá-las, caso o investimento seja bem sucedido (LAZONICK, 2006).

Porém, os altos custos fixos atrelados a esses investimentos, explicados pelo tempo necessário para desenvolver recursos produtivos que resultem em produtos de alta qualidade e baixo custo,

colocam a firma em desvantagem competitiva, até o momento que as tecnologias desenvolvidas e o acesso aos mercados comecem a gerar retornos (LAZONICK, 2006).

A captura progressiva de diferentes segmentos de mercado é, também, permitida pela dinâmica do processo inovativo. A maior participação em segmentos diversos ajuda na prevenção, presente e futura, do acesso à consumidores pelos rivais, fazendo com que esses (consumidores) se tornem clientes que repetem suas compras e atualizam sua demanda, e aumenta a experiência de aprendizagem das empresas inovadoras (LAZONICK, 2006).

Da mesma forma que os ganhos promovidos pela inovação permitem a melhora da remuneração dos empregados, como forma de motivar um desempenho superior, o compartilhamento de ganhos com colaboradores pode ser fundamental para garantir sua cooperação na implementação de uma estratégia de investimento inovador. Portanto, uma boa remuneração pode ser vista, na perspectiva dinâmica, como fonte e resultado de vantagem competitiva (LAZONICK, 2006).

Cabe acrescentar que além de incerto, como já comentado, o processo de inovação se revela coletivo e cumulativo. Ou seja, além do resultado do processo não poder ser previsto no momento da realização dos investimentos, a transformação dos investimentos em inovação não pode ser feito nem por uma única pessoa, nem de uma só vez (O'SULLIVAN, 2000). O caráter incerto desse processo obriga os tomadores de decisão a terem uma compreensão apurada da tecnologia, do mercado e das condições competitivas da indústria na qual estão inseridos, e um incentivo para o enfrentamento da incerteza, em vez de evitá-la. O caráter coletivo impõe como pressuposto para a inovação o investimento em habilidades integradas. Por fim, o caráter cumulativo impõe a continuidade de investimentos, mesmo sem a obtenção dos retornos esperados dos investimentos anteriores, tanto para sustentar o financiamento de processos de inovação ainda em andamento, quanto para financiar novas estratégias inovadoras (LAZONICK, 2006).

Em sendo assim, numa teoria da firma inovadora, uma estrutura para analisar as interações de estratégia, organização e finanças, na geração de produtos de melhor qualidade e menor custo, é exigida. A estratégia surge para o enfrentamento da incerteza, a organização para gerar aprendizado coletivo e o financiamento para sustentar a aprendizagem cumulativa (LAZONICK, 2006).

Porém, não se pode perder de vista que os tipos de organizações que geram inovação, além de variar entre indústria e nação, podem variar dentro de uma determinada indústria e nação, ao longo do tempo. É nesse sentido que a inovação se configura num processo social, que se apoia em certas épocas e lugares por aquilo que pode ser denominado de "condições sociais da empresa inovadora". Ou seja, a base de competências utilizadas pelas empresas para transformar as tecnologias e acessar mercados podem variar de forma significativa de um ambiente institucional para outro – inclusive, na mesma atividade industrial, na mesma nação e durante o mesmo período histórico -, justamente

pela dependência da empresa inovadora das condições sociais (LAZONICK, 2006). Na próxima seção discutir-se-á essas condições e sua relação com a performance econômica.

3 A inovação como um processo social e crescimento econômico

A análise comparativa dessas diferentes condições sociais da empresa inovadora pode ser iniciada utilizando como parâmetro o modelo de negócio da Velha Economia dos EUA, dominante na competição global no pós-Segunda Guerra Mundial. A característica base desse modelo era a separação entre propriedade e gestão. Os gerentes “de topo” eram motivados a agirem conforme o interesse organizacional, dada existência de uma cultura de permanência no cargo por um longo período; o sucesso profissional dependia do sucesso da empresa (LAZONICK, 2006).

Esse modelo era, também, caracterizado por uma segmentação organizacional, em que se observava, na parte superior da hierarquia, gerentes cuja formação e experiência as companhias fizeram vultosos investimentos, e trabalhadores “horistas”, que, embora dedicassem boa parte de sua vida à empresa, poucos eram os investimentos, por serem considerados mercadorias intercambiáveis. Enquanto os gerentes assalariados possuíam alta escolaridade, possibilitada por um sistema educacional apoiado pelo governo, cujo currículo era moldado segundo as necessidades das corporações, os trabalhadores “horistas” possuíam apenas ensino médio. Apesar da baixa qualificação profissional, a necessidade de se estabelecer uma relação de confiança e o sucesso do modelo garantiram a esses bons salários e benefícios (LAZONICK, 2006).

Estruturas gerenciais coesas, incentivadoras da integração funcional das capacidades dos especialistas técnicos e administrativos e que se dedicavam ao desenvolvimento e asseguravam a utilização dos recursos produtivos da empresa, acrescentadas a planos de carreiras que permitiam uma mobilidade na hierarquia corporativa e um apoio financeiro considerável do governo para o desenvolvimento de tecnologias, contribuíram para geração de inovação (LAZONICK, 2006).

O financiamento governamental, que contava com a capacidade de pesquisa das corporações, configurava-se fundamental, dado tamanho e duração dos investimentos envolvidos, que, mesmo para grandes corporações, ou eram inviáveis ou faltava disposição para que esses fossem realizados por conta própria (GRAHAM, 2010; LAZONICK, 2006). Como fonte de fundos para investimentos, as empresas utilizavam empréstimos bancários, fazendo uso limitado do mercado de ações (LAZONICK, 2006).

O modelo de negócio da Velha Economia dos EUA, nos anos de 1970 e 1980, fraquejou ao enfrentar a concorrência japonesa - que integrava os trabalhadores “horistas” nos processos de aprendizagem organizacional -, tendo a coesão interna de suas organizações de gestão enfraquecida, particularmente pelo crescimento e diversificação, e por uma forte segmentação de seus principais executivos em relação ao resto da organização gerencial. O pagamento dos altos executivos deixou

de ser feito a partir de uma estrutura de recompensa hierárquica integrativa e os trabalhadores “horistas” se tornaram menos dependentes da busca de carreiras na hierarquia no interior da Velha Economia. A MVA se tornou o objetivo predominante (LAZONICK, 2006).

O poder inovador do modelo de negócio da “Velha Economia” dos EUA, que vigorou no pós-Segunda Guerra, tornava-se evidente quando comparado com o modelo britânico, muito mais hierárquico e funcionalmente segmentado. A Grã-Bretanha, que no início do período do pós-Segunda Guerra marcava presença nos principais mercados consumidores e indústrias de bens de capital, não conseguiu manter suas empresas competitivas nos mercados globais (GODLEY; CASSON, 2010; LAZONICK, 2006). A maior hierarquização e segmentação organizacional, tanto dos executivos com relação ao resto da organização, quanto dos especialistas técnicos entre si, configuravam-se como a principal razão. Essa segmentação, que prejudicou a realização de investimentos em capacidades organizacionais em resposta aos desafios inovadores, teve sua origem histórica na interação entre o controle de empresas industriais britânicas e a estrutura de sua sociedade durante a primeira metade do século XX (LAZONICK, 2006).

Os industriais, formados por famílias que permaneceram no controle das empresas, não se constituíam uma classe social de elite, capazes de reformular as instituições econômicas britânicas para apoiar a inovação. A aristocracia, formada principalmente por financistas, controlava as instituições de elite à época e não tinha necessidade de um sistema educacional que formasse tecnólogos; o estudo da ciência era valorizado como um ramo de conhecimento sofisticado, portanto, não existia interesse na adequação das instituições educacionais para aplicação na indústria. Até mesmo os industriais bem-sucedidos não estavam preocupados em desafiar o viés anti-tecnológico do sistema educacional, mas sim elevar sua posição social (LAZONICK, 2006).

A estrutura segmentada da organização empresarial britânica permaneceu até os anos de 1950 e 1960, quando um movimento de aquisições hostis e nacionalizações desafiaram a persistência do controle familiar. Essas aquisições foram enfrentadas com o aumento do pagamento de dividendos aos executivos. Apesar do aumento relativo do pagamento de dividendos, quando comparado a outros países desenvolvidos, incluindo os Estados Unidos, o desempenho das empresas industriais britânicas continuou fraco. Pois, a comunidade financeira da Grã-Bretanha estava muito mais preocupada em se apropriar dos retornos dos investimentos realizados, por suas corporações empresariais, do que fornecer a essas empresas recursos para o desenvolvimento de estratégias de investimento inovativo, que poderiam gerar novas fontes de retorno no futuro (LAZONICK, 2006).

As deficiências competitivas dessa indústria só foram atenuadas com as políticas monetárias durante a era Thatcher, que forçou o encerramento de muitas empresas organizadas segundo o modelo britânico. O investimento direto estrangeiro, principalmente de empresas japonesas e

coreanas, ajudou na renovação dos métodos de gestão de empresas da Grã-Bretanha (GODLEY; CASSON, 2010; LAZONICK, 2006).

O modelo de negócios japonês, nos anos de 1970 e 1980, desafiou o modelo da “Velha Economia” dos EUA em setores industriais que, até os anos de 1960, empresas americanas pareciam ter vantagens competitivas insuperáveis. O sucesso do modelo de negócios japonês, refletido no aumento das exportações japonesas para os EUA, na última metade da década de 1970, foi atribuído, inicialmente, à salários mais baixos e mais horas trabalhadas. O aumento dos salários reais, até o início da década de 1980, comprovou que a vantagem competitiva japonesa estava baseada em capacidades superiores na geração de produtos de melhor qualidade e menor custo (LAZONICK, 2006).

O sistema de governança corporativa no Japão se caracteriza pela existência de propriedade cruzada de ações entre corporações; os proprietários de uma empresa possuem participação acionária em outras. Uma *holding* controla indiretamente uma miríade de outras empresas a jusante da cadeia. Além de eliminar as aquisições hostis, este sistema reduz as pressões sobre os gestores do mercado para controle corporativo. No período pré-Segunda Guerra, quando o sistema era denominado *Zaibatsu*, o controle da *holding* era exercido por uma família, sendo, no período pós-Guerra, quando o sistema passou a ser chamado *Keiretsu*, substituída por gestores profissionais. Outra distinção entre os sistemas era que no *Keiretsu* a coerência era alcançada através da cooperação voluntária e da coordenação entre os seus membros, enquanto no *Zaibatsu* as famílias administravam suas empresas de maneira bastante autoritária (MORCK; NAKAMURA, 2003).

Além das características mencionadas, as condições sociais para o sucesso japonês podem ser atribuídas à três características, a saber: (i) participação acionária estável dos executivos de “topo” das empresas industriais japonesas, que os possibilitaram ter a autonomia necessária para fazer investimentos inovadores em indústrias, que, na década de 1950, não possuíam o potencial necessário para serem bem sucedidas na competição internacional; (ii) o emprego permanente permitiu um novo modelo de integração hierárquica e funcional às empresas envolvidas, possibilitando a participação dessas na aprendizagem coletiva e inovativa, diferenciando-as de seus concorrentes internacionais; e (iii) empréstimos bancários permitiram o crescimento rápido e sustentado do processo inovativo das empresas, até que estas pudessem gerar retornos, primeiro internamente, e depois nos mercados de produtos estrangeiros (LAZONICK, 2006; MORCK; NAKAMURA, 2003).

A participação acionária estável de gerentes corporativos permitiu, desde os anos de 1950, a construção de organizações caracterizadas pela, já referida, integração hierárquica e funcional. Essa integração apenas se tornou possível com os investimentos do governo japonês, desde as últimas décadas do século XIX, na educação de sua força de trabalho, permitindo o desenvolvimento de

habilidades de chão de fábrica como parte de uma estratégia de aprendizagem organizacional, que integrava as capacidades dos gestores à dos trabalhadores. Estratégia que contrastava com os objetivos da aprendizagem gerencial norte-americana, que objetivava desenvolver tecnologias que pudessem substituir os trabalhadores de chão de fábrica (LAZONICK, 2006).

As bases sociais para a integração hierárquica dos trabalhadores de chão de fábrica foram aumentadas pela ascensão dos sindicatos. O movimento sindical, que reunia empregados de *white-collar* (técnicos e administrativos) e *blue-collar* (operário), surge durante a última metade da década de 1940, motivado pelas péssimas condições econômicas e iniciativas de democratização. O emprego permanente, até a aposentadoria, tanto para os *white-collar*, quanto para os *blue-collar*, foi a conquista mais importante do sindicalismo. Essa segurança no emprego criou compromisso dos trabalhadores com as empresas, permitindo a essas desenvolverem as capacidades produtivas dos trabalhadores (LAZONICK, 2006).

O Estado japonês teve um papel no desenvolvimento, também, a partir do campo das finanças, não tanto da tecnologia, como aconteceu nos Estados Unidos, estruturando o sistema bancário para financiar o crescimento das empresas industriais durante as décadas do pós-Segunda Guerra. Cada grande empresa industrial possuía um ‘*main bank*’, cujo trabalho era convencer outros bancos a realizarem empréstimos e assumirem a liderança da sua reestruturação, caso tivesse atravessando dificuldades financeiras (LAZONICK, 2006).

Sob a lei japonesa, o recebimento de depósitos e a concessão de empréstimos eram autorizados, apenas, aos bancos, sem que estas autorizações fossem estendidas à emissão de títulos. O bom funcionamento deste sistema se devia ao fácil acesso dos bancos à um expressivo volume de capital a baixo custo, viabilizado por uma taxa de poupança extremamente elevada, quando comparada a de outros países industrializados. Isto permitiu um forte envolvimento dos bancos japoneses na governança corporativa das empresas (MORCK; NAKAMURA, 2003).

Lazonick (2006), discordando deste argumento, afirma que muitos economistas do Japão e do Ocidente, durante a década de 1980, identificaram, incorretamente, o sistema bancário como instituição central de governança corporativa. Porém, apesar de desempenharem um importante papel no financiamento das empresas industriais, os bancos japoneses não possuíam recursos suficientes para monitorar essas empresas.

Com o exposto, pode-se afirmar que a garantia de que os executivos de “topo” de empresas japonesas exerceriam o controle estratégico para o benefício da empresa, e não para o seu próprio, não era dado pelo conselho de administração, que era quase inteiramente composto por executivos internos. Como no modelo de negócio inovador da “Velha Economia” norte-americana, o comportamento dos gestores de “topo” japoneses foi moldado por organizações coesas e, em

particular, mesmo sem nenhuma garantia contratual, pela instituição do emprego permanente (LAZONICK, 2006).

A comparação entre os modelos de negócios dos EUA, Grã-Bretanha e Japão revela um grande número de distintas “variedades de capitalismo”. Isso não acontece apenas em escala global, mas, como se verá, ocorre em países relativamente próximos, havendo a possibilidade, ainda, dos modelos de negócios que caracterizam as economias nacionais mudarem, como aconteceu nos EUA durante o último meio século (LAZONICK, 2006).

Assim como nos grupos *Zaibatsu* e *Keiretsu* japoneses, o sistema de governança alemão se caracteriza pela existência de propriedade cruzada de ações entre empresas. Esse sistema, conforme salienta Fohlin (2005), fortalece a unidade, aumenta a cooperação e melhora a coordenação. Neste sistema não se espera que o gerente maximize a riqueza dos acionistas, mas que cuide do bem-estar de todas as partes interessadas, incluindo o público em geral e o Estado alemão (FOHLIN, 2005).

Além destes aspectos, o elevado grau de integração hierárquica e considerável segmentação funcional caracterizam o modelo de negócio alemão, que evoluiu nas décadas do pós-Segunda Guerra. As empresas do país, desde o início da década de 1950, são governadas por um sistema de cogestão, que garante aos trabalhadores participação nas decisões relacionadas à remuneração, condições de trabalho, estratégia de investimento, entre outras (LAZONICK, 2006).

As empresas alemãs se caracterizam, também, pelo alto nível de qualificação de seus funcionários, tanto de chão de fábrica, quanto administrativo, proporcionado pela combinação de uma educação formal e uma especialização particular para o desempenho laboral. Colaboram para esse sistema associações de empregadores e empregados, e o Estado. Por ter uma maior capacidade de financiamento, os maiores empregadores subsidiam o treinamento de funcionários para pequenas e médias empresas (LAZONICK, 2006).

A elevada capacitação dos funcionários, inclusive daqueles de chão de fábrica, permitiu que esses desenvolvessem e utilizassem suas habilidades no decorrer de suas carreiras e, a partir de sua área de especialização, alcançassem um nível hierárquico maior. Nesse sentido, o elevado grau de integração hierárquica propiciou a liderança global alemã na fabricação de alta qualidade, embora com maior custo. Ao mesmo tempo que a especialização funcional permitiu um elevado nível de integração hierárquica, incentivou a segmentação funcional, que deixou suas empresas, principalmente aquelas de engenharia mecânica e elétrica, vulneráveis aos desafios da concorrência de empresas mais organizacionalmente integradas (LAZONICK, 2006).

Já no que se refere ao financiamento das empresas alemãs, os bancos têm exercido um papel importante, sendo, inclusive, para muitos historiadores econômicos, os responsáveis pela rápida industrialização do país e crescimento de suas empresas, a ponto de as tornarem gigantes internacionais (LAZONICK, 2006; FOHLIN, 2005; WILLIAMS, 2000). Além de prover

financiamento de longo prazo, estes bancos têm se destacado, também, no fornecimento de serviços de governança corporativa para seus parceiros industriais⁸ (FOHLIN, 2005).

Os bancos têm se envolvido na governança das empresas industriais de duas maneiras: (i) participação acionária significativa, o que lhes assegura direitos à assentos nos conselhos de administração; e (ii) manutenção de ações de clientes, com autorização à exercerem, por estes, seus direitos à voto. Apesar do poder exercido pelos bancos no sistema de governança corporativa alemão, este tem sido, por vezes, superestimado (FOHLIN, 2005; PROWSE, 1994). Em comparação com a elevada dependência do financiamento bancário para o crescimento das empresas industriais japonesas, as empresas alemãs têm sido capazes de crescer com uma menor dependência de seu sistema bancário⁹ (LAZONICK, 2006).

O caso da França oferece outra distinção pelo fato de que, entre todas as principais economias desenvolvidas, o seu desenvolvimento foi, na última metade do século XX, o mais explicitamente liderado pelo Estado. Esse país, nas décadas pós-Segunda Guerra, construiu um sistema nacional de inovação baseado em laboratórios de pesquisa nacional (*Centre Nationale de Recherche Scientifique - CNRS*), tendo o Estado como patrocinador de um número considerável de empresas industriais capazes de transformar pesquisas em produtos comerciais e militares (GODLEY; CASSON, 2010; LAZONICK, 2006).

O setor estatal e as empresas industriais se constituem uma elite de poder desde a era napoleônica. Os futuros líderes do governo e das empresas industriais francesas eram os admitidos, através de um concurso nacional, nas “*grandes écoles*”, principalmente na *École Polytechnique*, para engenheiros, e *École National d'Administration (ENA)*, para gestores. A existência dessa elite foi fundamental para o processo de reestruturação massiva da indústria de alta tecnologia promovida pelo Estado Francês, na década de 1980, que incluiu um programa de nacionalização (LAZONICK, 2006).

Mesmo com a série de privatizações ocorridas, a partir de 1986, a tomada de decisões estratégicas continuou a cargo da elite, com a celebração de um sistema de participações cruzadas, que criou um núcleo de acionistas estáveis (CHARREAUX; WIRTZ, 2007; LAZONICK, 2006). O relativo desmonte desse sistema, na década de 1990, além de reduzir as participações diretamente controladas pelas famílias, possibilitou o aumento da presença de investidores institucionais, especialmente os não residentes. A forte presença destes investidores não significou, contudo, um aumento de participação acionária que os permitissem controlar as corporações; a maior parte das

⁸ Diferentemente do que acontece nos Estados Unidos, na Alemanha bancos comerciais e de investimentos não são separados, estando autorizados, inclusive, a deter participações em empresas não-financeiras (FOHLIN, 2005).

⁹ Segundo Fohlin (2005), as explicações tradicionais quanto à significativa intervenção dos bancos nas decisões de investimento e acompanhamento direto dos contratos de dívida encontram pouco apoio na análise empírica disponível.

empresas francesas listadas em bolsa permanece sob o controle da família fundadora (CHARREAUX; WIRTZ, 2007).

O enfraquecimento do sistema de participações cruzadas não modificou a forma de recrutamento dos altos executivos das grandes empresas francesas. A perpetuação desse sistema estabelece, além de uma segmentação funcional, uma segmentação hierárquica entre os executivos “de topo” e o resto da organização empresarial; mesmo com o aumento da mobilidade hierárquica na década de 1990. Em função da forte militância da classe trabalhadora, a elevada segmentação hierárquica e funcional não impediu a predominância de altos níveis salariais, mesmo para trabalhadores pouco qualificados (LAZONICK, 2006).

No que tange à estratégia de financiamento, o sistema de financiamento bancário das empresas industriais mais explicitamente apoiado pelo Estado, talvez esteja na França. O parcial desmonte do sistema de participações cruzadas e a compra de quantidades significativas de ações de empresas francesas por investidores institucionais estrangeiros, apesar de ter deixado essas empresas mais vulneráveis à perda de controle estratégico, não representou uma dependência do capital estrangeiro. Empresas francesas utilizaram a efervescência do mercado de ações para fazer uso de suas ações como moeda de troca para aquisição de empresas estrangeiras, como parte de uma estratégia de expansão global (LAZONICK, 2006; WILLIAMS, 2000).

Logo, apesar das profundas transformações ocorridas no sistema de governança corporativa francês, o forte caráter familiar na administração das corporações foi mantido e as transações no mercado de controle corporativo raramente são hostis. Acrescenta-se, ainda, que o ativismo dos acionistas minoritários continua modesto, embora tenha ocorrido um reforço nos seus direitos (CHARREAUX; WIRTZ, 2007).

Nos EUA, enquanto empresas japonesas desafiavam corporações americanas estabelecidas, ressurgiram, durante os anos de 1970 e 1980, indústrias de tecnologia da informação e comunicação (TICs), que forneceram a base para o que ficou conhecido, na última metade da década de 1990, de “Nova Economia”. Subjacente ao surgimento do *NEBM*, enormes investimentos no desenvolvimento de tecnologias de informação e comunicação foram realizados pelo governo norte-americano, em colaboração com universidades e empresas industriais (MAZZUCATO, 2013; LAZONICK, 2006; LAZONICK, 2005).

O esforço do investimento combinado empresa-estado, até o final da década de 1950, resultou não apenas na primeira geração de computadores, mas, também, na capacidade de encaixar circuitos eletrônicos integrados em um *chip* de silício. A partir da segunda metade da década de 1960, a criação de *startups* de semicondutores foi induzida pela crescente variedade de oportunidades comerciais. *Clusters* de *startups* de semicondutores, apoiados por uma nova classe de capitalistas de risco, muitos com experiência de gestão ou técnica na indústria de semicondutores, foram formados

no entorno da Universidade de Stanford, sendo apelidado, no início dos anos de 1970, de “*Silicon Valley*”¹⁰ (LAZONICK, 2006; LAZONICK, 2005).

Contribuíram, também, para o sucesso do “*Silicon Valley*”, as intensas e, muitas vezes, informais, redes de aprendizado que transcendiam os limites das empresas. Além da aprendizagem organizacional ocorrer entre empresas, esta se deu, fundamentalmente, dentro das empresas, com a utilização das habilidades integradas de pessoal altamente qualificado, incluindo os gestores profissionais, geralmente com conhecimento em engenharia, que exerciam o controle estratégico (LAZONICK, 2006; LAZONICK, 2005).

À estes gestores, contratados pelos capitalistas de risco, eram dadas ações, juntamente com opções de ações, para compartilhar a gestão estratégica da empresa. Esse tipo de remuneração, que se estendeu para uma base ampla de funcionários não-executivos, característica distintiva das empresas do *NEBM*, deu um poderoso incentivo financeiro para que os gestores desenvolvessem as capacidades inovadoras das empresas ao ponto de se fazer um *Initial Public Offering (IPO)* ou uma venda privada para uma empresa estabelecida. Além de uma forma de remuneração, as ações foram utilizadas, também, durante a década de 1990, por algumas empresas do *NEBM*, para aquisição de outras empresas, menores e geralmente mais novas, com o objetivo de ter acesso à novas tecnologias e mercados (LAZONICK, 2006; LAZONICK, 2005).

Outra tendência das empresas inovadoras do *NEBM* é o crescimento, atualizando e expandindo suas ofertas de produtos em atividades-chaves, não se engajando numa diversificação indiscriminada, que minou o desempenho de muitas empresas líderes do *OEBM*, nos anos de 1960 e 1970 (LAZONICK, 2006; LAZONICK, 2005). Uma consequência desse fato é que empresas do *NEBM* se tornaram menos verticalmente integradas, quando comparadas as empresas do *OEBM*.

Esse processo foi facilitado pelo número crescente de estrangeiros, principalmente da Ásia, durante as décadas de 1980 e 1990, que obtiveram pós-graduação em ciências e tecnologia nas universidades estadunidenses. Uma grande quantidade desses imigrantes continuou a trabalhar nos Estados Unidos, tornando-se residentes permanentes, mas, boa parte retornou para seus países de origem. A disponibilidade dessa oferta de trabalho altamente qualificada e experiente se constituiu na principal razão para que companhias norte-americanas, a partir dos anos 2000, deslocassem cada vez mais atividades, não apenas as rotineiras, realizadas anteriormente no país, para Índia e China, principalmente (LAZONICK, 2006; LAZONICK, 2005).

¹⁰ Mazzucato (2013) reforça que, apesar de permanecer no imaginário coletivo dos formuladores de políticas que o “*Silicon Valley*” foi um lugar em que o capital de risco fez uma revolução, a sua atual configuração deve-se, principalmente, a padrões de gastos governamentais em inovação, para atender os pressupostos e prioridades dos militares. Isto porque o Estado, quando comparado ao setor privado, tem maior predisposição de enfrentar o ambiente de incertezas existente nos estágios iniciais do desenvolvimento de novas tecnologias.

Portanto, com a análise realizada nesta subseção, constata-se que o sistema anglo-saxão de governança corporativa não, necessariamente, é o mais eficiente para obtenção de um melhor desempenho. Uma constatação que magnifica este argumento é que Japão, Alemanha e França, mesmo não sendo regido por este sistema, obtiveram, durante o século passado, crescimento econômico maior, para o caso dos dois primeiros países, e comparável, para o caso do último país, ao das economias anglo-saxões (SINGH; SINGH; WEISSE, 2002).

Segundo Berglof e Von Thadden (1999), o foco da análise sobre a proteção dos acionistas minoritários se configura muito estreita, na medida em que se referencia unicamente na questão da proteção das entidades de financiamento externo, excluindo as demais partes da empresa. Assim, as estruturas em que a empresa está inserida e que determina seu desempenho e competitividade são expurgadas da análise, colocando um peso desproporcional para um pequeno aspecto.

4 Considerações finais

Nesse *paper* se discutiu como a intensificação do processo de globalização financeira da década de 1970 afetou a dinâmica de acumulação das grandes corporações no período pós-década de 1980, quando os argumentos a favor de administrar corporações para gerar valor para os acionistas entraram nos Estados Unidos.

A perspectiva de MVA ganhou evidência com o fracasso das grandes corporações dos EUA, atribuído ao princípio do “reter e investir”. Retenção de ganhos e reinvestimento em capital proveram as fundações financeiras para o crescimento corporativo, o que dificultou o processo de coordenação, resultando num fraco desempenho das corporações na década de 1970. O ambiente macroeconômico instável e a ascensão de uma nova concorrência, especialmente a japonesa, agravaram essa situação.

Com isso, o princípio do “reter e reinvestir” foi substituído pelo “reduzir e distribuir”. Esse princípio é justificado pela ideia de que os acionistas, entre todos os *stakeholders*, são os únicos que não possuem direitos contratuais garantidos; seu retorno, caso haja, depende do que sobra depois de terem sido pagas, às partes, suas contribuições produtivas. Logo, os acionistas (principais) seriam os únicos com interesse em monitorar os gerentes (agentes) para assegurar que estes aloquem recursos da forma mais eficiente possível.

Porém, sob uma perspectiva rival, a *stakeholders theory*, agumenta-se que outros agentes poderiam receber o *status* de *residual claimants*. Os trabalhadores, por exemplo, realizam investimentos em capacidades produtivas específicas que serão fornecidas às empresas, sem nenhum retorno contratual garantido.

Sob a perspectiva da teoria da agência, desempenho econômico superior não, necessariamente, resulta em inovação. Como o investimento em inovação envolve um confronto

estratégico com a incerteza tecnológica, de mercado e competitiva, os acionistas públicos não desempenham papel algum no processo inovativo. Estes, com a finalidade de minimizar o risco, diversificam seus investimentos, não dispendo de tempo e/ou esforço para analisar as capacidades inovadoras das empresas cujas ações são titulares.

Na medida em que o foco da análise se estabelece unicamente na questão da proteção das entidades de financiamento externo, excluindo as demais partes da empresa - mercado de trabalho, organização interna do trabalho das firmas, instituições de mercado, ambiente legal e regulatório, entre outras -, conclui-se que o modelo anglo-saxão de governança corporativa não, necessariamente, é o mais eficiente para obtenção de uma performance econômica superior.

Referências

- AGLIETTA, M.** Shareholder value and corporate governance: some tricky questions. *Economy and Society*, London, v. 29, n.1, pp. 146-159, fev. 2000.
- ANTUNES, M. A.; PROCIANOY, J. L.** Os efeitos das decisões de investimento das empresas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais. RAUSP. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 38, n.1, p. 5-14, 2003.
- BELLUZZO, L. G. M.** As transformações da economia capitalista no pós-guerra e a origem dos desequilíbrios globais. In: CARNEIRO, R. (Org.). *A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula*. São Paulo: Unesp, 2006. p. 33-50.
- BERGLOF, E.; VON THADDEN, L.** *The changing corporate governance paradigm: implications for transition and developing countries*. Stockholm, jun. 1999. Available at: <<http://ssrn.com/abstract=183708>>. Acesso: 05 fev. 2014.
- BERNSTEIN, P.** *Capital ideas evolving*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2007, 282f.
- BLAIR, M. M.; STOUT, L. A.** Specific investment: explaining anomalies in corporate law. *Cornell Law Faculty Publications*. Paper 767. 2006. Available at: <<http://scholarship.law.cornell.edu/facpub/767>>. Acesso: 15 mar. 2014.
- CHARREAUX, G.; DESBRIÈRES, P.** Corporate governance: stakeholder value versus Shareholder value, *Journal of Management and Governance*, Springer, v. 5, n. 2, pp. 107-128, jun. 2001.
- CHARREAUX, G.; WIRTZ, P.** Corporate governance in France. In: APREDA, R; BRAENDLE, U.; FALASCHETTI, D.; KOSTIUK, A. (Eds.). *Corporate governance*. Bourgoigne: Virtus Interpress, 2007. pp. 301-310.
- FAMA, E.F.** Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*. Cambridge, v. 25, p.383-417, May 1970.
- FAMA, E.; JENSEN, M.** Separation of owner ship and control. *Journal of Law and Economics*, Chicago, v. 26, n. 2, pp. 301-325, jun. 1983.
- FOHLIN, C.** The history of corporate ownership and control in Germany. In: MORCK, R. K. (ed.). *A history of corporate governance around the world*. Chicago: University of Chicago Press, 2005. pp. 223-277.
- FOX, J.** *The myth of the rational market: a history of risk, reward, and delusion on Wall Street*. 1st Ed. New York: Harper Business, 2009. 382 f.
- GODLEY, A.; CASSON, M.** History of entrepreneurship: Britain, 1900-2000. In: LANDES, D. S.; MOKYR, J.; BAUMOL, W. J. *The invention of enterprise: entrepreneurship from ancient Mesopotamia to modern times*. Princeton University Press, pp. 243-272, feb. 2012
- GRAHAM, M. B. W.** Entrepreneurship in the United States, 1920-2000. In: LANDES, D. S.; MOKYR, J.; BAUMOL, W. J. *The invention of enterprise: entrepreneurship from ancient Mesopotamia to modern times*. Princeton University Press, pp. 401-442, feb. 2012.

JENSEN, M. C. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 22, n. 1, pp. 32-42, winter 2010.

_____. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, v. 76, n. 2, pp. 323-329, may 1986.

_____. Some anomalous evidence regarding market efficiency. *Journal of Financial Economics*, Rochester, New York, v.6, n.1, p. 95-101, mar. 1978.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, pp. 305-360, oct. 1976.

JENSEN, M. C.; SMITH JR., C. W. The theory of corporate finance: a historical overview. In: JENSEN, M. C.; SMITH JR., C. W. (Eds.). *The modern theory of corporate finance*. New York: McGraw-Hill Inc., pp. 2-20, 1984.

KERSTENETZKY, J. 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, dez. 2007.

KEYNES, J. M. *The general theory of employment*. Quarterly Journal of Economics, v. 51, n. 2, pp. 209-223, fev. 1937.

LAZONICK, W. Corporate governance, innovative enterprise, and economic development. *UNU World Institute for Development Economics Research (UNU-WIDER)*. Research paper n. 71, jul. 2006. Available at: <<http://www.wider.unu.edu/publications/rps/rps2006/rp2006-71.pdf>>. Acess: 01 set. 2013.

_____. Evolution of the new economy business model. *Business and Economic History Online*, v. 3, pp. 1-60, 2005.

LAZONICK, W.; O'SULLIVAN, M. Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and Society*, v. 29, n. 1, pp. 13-35, 2000.

MAZZUCATO, M. *The entrepreneurial state: debunking public vs private sector myths*. London: Anthem Press, 2013, 264 f.

MORCK, R.; NAKAMURA, M. The history of corporate ownership in Japan. *European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper*, n. 20, pp. 1-143, jul. 2003.

O'SULLIVAN, M. The innovative enterprise and corporate governance. *Cambridge Journal of Economics*, v. 24, n. 4, pp. 393-416, 2000.

PENROSE, E. *The theory of the growth of the firm*. 4^a Ed. Oxford: University Press, 1959. 249 f.

RABELO, F.; SILVEIRA, J. M. Estruturas de governança e governança corporativa: avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras. 1999. 24f. *Texto para Discussão* -Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, n. 77,jul. 1999.

SINGH, A.; SINGH A; WEISSE, B. *Corporate governance, competition, the new international financial architecture and large corporations in emerging markets*. 2002. Available at: <<http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP250.pdf>>. Acess: 25 mar. 2014.

STURGEON, T. Modular production networks: a new American model of industrial organization. *Industrial and Corporate Change*, v. 11, n. 3, pp. 1-62, mar. 2002.

TAVARES, M. C.; BELLUZZO, L. G. M. A mundialização do capital e o poder americano. In: **FIORI, J. L.** *O poder americano*. Rio de Janeiro: Vozes, 2005. p. 111-138.

TIGRE, P. B. Paradigmas tecnológicos e teorias econômicas da firma. *Revista Brasileira de Inovação*, Campinas, v. 4, n. 1, p. 187-224, jan./jul. 2005.

VARIAN, H. R. *Microeconomic Analysis*. 3rd Ed. London: Norton&Company, 1992, 506 f.

WILLIAMS, K. From shareholder value to present-day capitalism. *Economy and Society*, v.29, n.1, pp. 1-12, fev. 2000.