

## A NATUREZA DA FIRMA CONTEMPORÂNEA:

### O problema da governança corporativa à luz da História do pensamento econômico<sup>1</sup>

Jaques Kerstenetzky<sup>2</sup>

**Excluído:** E O PROBLEMA DA SEPARAÇÃO DE PROPRIEDADE E CONTROLE DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

**Formatado:** Sem controle de linhas órfãs/viúvas

**Formatado:** Sem controle de linhas órfãs/viúvas

#### Resumo

*O artigo discute preliminarmente a natureza da firma em diferentes abordagens da história do pensamento econômico, agrupando-as em duas classes: perspectivas alocativas e perspectivas acumulativas. Em seguida examina abordagens que têm na sociedade anônima do século XX o seu objeto de análise, destacando suas relações com o momento histórico e enquadrando-as na proposta dicotômica desenvolvida no início do artigo. Conclui com observações críticas.*

*Palavras chave: sociedade anônima; governança corporativa; teoria da firma*

#### Abstract

*The article summarizes the nature of the firm according to different perspectives from the history of economic thought, grouping them into two classes, named allocative and accumulative. It then examines the theories of the firm that refer to the twentieth century corporation, emphasizing the underlying historical moment and classifying them under the dichotomic proposal offered before. It concludes with critical appraisals of the theories.*

*Key words: corporation; corporate governance; theory of the firm*

**Formatado:** Sem controle de linhas órfãs/viúvas

As sociedades anônimas sempre despertaram manifestações críticas, podendo encontrar já em Adam Smith um de seus juízes. Mas é no último século, com a importância e extensão que assume essa forma de organização na indústria americana e com a sua difusão que a discussão se avolumou e adensou.

**Formatado:** Sem controle de linhas órfãs/viúvas

Boa parte da literatura então produzida sobre o tema se preocupa com o problema da separação de propriedade e controle ou, mais modernamente, da governança corporativa.

De um modo ou de outro o que está em jogo é a qualidade da gestão de firmas por gerentes que não são proprietários do capital, ou que são apenas proprietários de parte

**Excluído:** apenas

<sup>1</sup> Este artigo é uma versão revista e expandida do trabalho apresentado no congresso da ABPHE em 2005.

<sup>2</sup> Professor Adjunto do Instituto de Economia da UFRJ.

**Formatado:** Fonte: 10,5 pt

negligenciável dele. No entanto, as proposições normativas que pretendem guiar a gestão de sociedades anônimas começam a influenciar também empresas juridicamente organizadas de outras formas, numa generalização de critérios da boa prática gerencial, de forma que o material aqui discutido ganha significação em um campo mais amplo do que estritamente o de sociedades anônimas.

O artigo se insere na temática da organização da produção e da distribuição capitalistas em torno da noção da firma, na qualidade de agente que contrata, produz e remunera os envolvidos na organização. O objetivo – ainda não encaminhado neste artigo - é explorar a questão da distribuição de renda na sociedade contemporânea em seus aspectos ligados à governança corporativa e à remuneração de agentes envolvidos com a firma – acionistas, gerentes e trabalhadores. Isto será feito através de uma abordagem histórico-teórica, ou seja, revisando teorias da firma e proposições de interpretação histórica das tendências em curso relacionadas ao problema investigado. Este artigo é um primeiro passo neste sentido.

Formatado: Sem controle de linhas órfãs/viúvas

O artigo não é exaustivo em relação aos autores e perspectivas relevantes. Há perspectivas e referências importantes ainda não abordadas, que serão acrescentadas em futuras versões.

O material está organizado em quatro seções: A primeira apresenta em grandes linhas algumas teorias da natureza da firma, em uma discussão ainda não especificamente referida às corporações, mas à firma capitalista em geral, de forma a agrupar as contribuições em duas grandes classes, genéricas no que se refere à firma, no sentido de que não se referem a um modelo organizacional e histórico específico. Estas classes são denominadas de abordagem acumulativa e abordagem alocativa; a partir da segunda seção são delineados elementos de análise das firmas que apresentam um grau mais elevado de historicidade, porque referidos mais de perto à forma jurídica da corporação. Assim, a segunda seção aborda a contribuição de Alfred Marshall, apontando a presença na obra deste autor de elementos presentes em contribuições de diferentes perspectivas do tratamento contemporâneo do tema;<sup>3</sup> finalmente, a terceira e a quarta seções tratam especificamente da firma organizada sob a forma de sociedade anônima, sob perspectivas diferentes e concebidas em distintos momentos históricos. O texto procurará mostrar que as perspectivas recentes (inclusive a antecipação Marshalliana destas) se enquadram nas

Excluído: serão

Excluído: detalha a discussão

---

<sup>3</sup> Uma seção dedicada a este autor se justifica não só nestes termos, como também pela influência que ele exerce sobre o autor deste artigo

duas classes (abordagens alocativa e acumulativa) propostas na primeira seção.

Excluído: e

## 1. A natureza da firma capitalista

Discutir a natureza da firma não é tarefa simples porque, como argumenta Penrose,

Uma firma [...] não é um objeto observável de maneira fisicamente separada de outros objetos, e é difícil de se definir a não ser com referência ao que faz ou ao que é feito em seu interior. Consequentemente, cada analista é livre para escolher quaisquer características da firma nas quais esteja interessado, definir a firma em termos destas características, e proceder de forma a chamar sua construção de “firma”.

(Penrose, 1959, p.10)

Formatado: Espaçamento entre linhas: simples, Sem controle de linhas órfãs/viúvas

Formatado: Sem controle de linhas órfãs/viúvas, Não manter com o próximo

Formatado: Sem controle de linhas órfãs/viúvas

Assim, não é à toa que podemos identificar diferentes perspectivas da firma dentro da História do Pensamento Econômico. A proposta deste artigo é agrupar os esforços de definição da natureza da firma em duas grandes linhas.<sup>4</sup> A primeira se denomina alocativa, a segunda acumulativa.

Excluído: e a segunda alocativa

Começamos pela abordagem da firma como unidade de alocação de recursos. Em boa parte das contribuições que se encaixam nesta classe, trata-se de representação extremamente simplificada da firma – um local físico de reunião e combinação dos fatores de produção. Tal simplicidade se explica por pertencer esta representação a um sistema mais amplo que pretende dar conta da formação de preços e alocação de recursos como estruturação do problema econômico. A abordagem estática define a escolha empresarial maximizadora de lucros como uma quantidade a produzir no curto prazo e uma dimensão de planta no longo prazo. Originalmente a firma alocativa não proporciona discussão de organização interna, financiamento, comercialização ou decisões estratégicas. As questões produtivas estão solucionadas pela superfície da função de produção, as questões de comercialização se limitam à escolha de um ponto de lucro máximo na curva de demanda, as questões de financiamento, se procuramos por elas, se encontram e se limitam à noção sistêmica de que poupança e investimento se igualam à taxa de juros de equilíbrio, recompensa pela

Excluído: Na linha acumulativa podemos relacionar os clássicos e Marx, mas também autores que à primeira vista não são agregáveis a este grupo como Marshall, Penrose e Nelson & Winter. Os primeiros destacaram a acumulação de capital no âmbito de um processo de crescimento da unidade de produção e do sistema econômico. Os demais explicitaram que essa acumulação envolve o crescimento do conjunto de capacidades da firma, onde os recursos humanos e físicos se combinam em um ambiente em que conhecimento específico se cria e se desenvolve como solução a problemas em várias áreas da atividade empresarial. Como resultado temos uma visão dinâmica de firma, em linha com a natureza dinâmica do sistema. Observe-se que a visão é também adequada a estudos históricos.¶

¶ A segunda abordagem identificada na história do pensamento econômico é a da firma como unidade de alocação de recursos. Pertence

Excluído: visão

Excluído: que é

Formatado: Fonte: 10,5 pt

<sup>4</sup> Em trabalho anterior (Kerstenetzky, 1995), apresentamos de forma mais detalhada o que seria o pensamento de Smith, Marshall, Coase, Knight, Richardson e Nelson & Winter acerca da natureza da firma, já dentro do propósito desta classificação. Neste artigo, partiremos das conclusões daquele trabalho para seguir adiante, sem detalhar estes autores. A exceção fica por conta de Marshall, por seu tratamento específico das sociedades anônimas.

abstenção do consumo. É comum dizer-se que a firma neoclássica é uma caixa-preta onde entram insumos e saem produtos.

Na linha acumulativa podemos relacionar os clássicos e Marx, mas também autores que à primeira vista não são agregáveis a este grupo como Marshall, Penrose e Nelson & Winter. Aqui a profundidade das questões organizacionais varia de autor para autor, inclusive sob a influência da história. Os primeiros destacaram a acumulação de capital no âmbito de um processo de crescimento da unidade de produção e do sistema econômico. Os demais explicitaram que essa acumulação envolve o crescimento do conjunto de capacitações da firma, onde os recursos humanos e físicos se combinam em um ambiente em que conhecimento específico se cria e se desenvolve como solução a problemas em várias áreas da atividade empresarial. Como resultado, toda essa linha apresenta uma visão dinâmica de firma, em consonância com uma concepção dinâmica do sistema, onde crescimento e progresso são temas prioritários. Observe-se que a visão é também adequada a estudos históricos.

Excluído: A

Note-se que a abordagem alocativa pode ainda ser apontada em contribuições algo distintas da descrição acima, inclusive algumas que encaram a firma como organização. É o caso da abordagem de Coase, que introduz o conceito de custos de utilizar o mercado e hierarquia, ausentes na formulação neoclássica original. Ainda que estes elementos signifiquem a problematização da organização interna da firma e de suas relações com os mercados, a visão de Coase segue ainda de forma explícita a abordagem neoclássica, porque procura para a firma a solução ótima que equilibra tamanho e custos de marketing. O problema e a solução são formulados de maneira estática no âmbito de um problema de maximização. Embora a abordagem deste autor limite a representação da firma como agente do sistema capitalista, apresenta aplicação na análise de problemas como a verticalização de empresas, e possui a qualidade de suprimir a representação de mercado como solução sem custos de todos os problemas de comercialização. Nos termos da presente argumentação, no entanto, prevalece o seu caráter estático, de busca do melhor arranjo estático, indicando que se deva incluí-la na abordagem alocativa. É isto que permite também incluir as tendências mais recentes de teoria de agência no mesmo grupo, como se verá na última seção.

Formatado: Sem controle de linhas órfãs/viúvas

Excluído: . O que subsiste nessa abordagem e permite incluí-la na abordagem neoclássica é

Com estes dois pólos em mente, estamos em condições de abordar algumas contribuições específicas à forma corporativa de empresa.

## 2. A título de origens do tema – Marshall sobre capacitações e sobre separação de propriedade e controle

Tendo vivido uma época de prevalência da firma familiar em seu país e o desenvolvimento da grande sociedade anônima nos Estados Unidos, Marshall discute as origens do tema em seus contornos modernos, isto é, já com referência à unidade de negócios no âmbito de economias capitalistas contemporâneas.<sup>5</sup>

Definido desta forma, podemos ver o tema já desenvolvido por Alfred Marshall.<sup>6</sup> A contribuição deste autor ao pensamento econômico é bem mais complexa e abrangente, do que se depreende da leitura dos manuais modernos, e mesmo de alguns livros de História do Pensamento Econômico. Isto porque Marshall tinha por objetivo compreender o progresso e as possibilidades de melhorar os padrões de vida dos trabalhadores, procurando desenvolver a economia como abordagem dinâmica do mundo capitalista que presenciava. A tarefa do autor incluiu o esforço de pensar as instituições e organizações deste mundo, e sua história. Isto fica claro no *Industry and Trade*, mas vale mesmo para os *Principles of Economics*.

Excluído: completa

Excluído: não se limitou ao problema alocativo

O resultado, dentro do objeto deste artigo, é a exploração conjunta e relacionada de dois de seus temas, o das capacitações organizacionais e o da governança corporativa, entremeados com tratamento característico das duas classes da dicotomia já referida.<sup>7</sup>

Excluído: das

Em termos do primeiro tema, o das capacitações organizacionais, vemos Marshall descrever no livro quarto dos *Principles* o papel do empresário como sendo, por um lado, o de “condutor de homens” e, por outro lado, o de “conhecedor de seu negócio” – incluindo questões técnicas, tendências do mercado, capacidade para decidir pela inovação. Enquanto empresário de uma unidade familiar, a habilidade de condutor de homens coloca toda a empresa fora do problema da agência, porque: 1) não há separação de propriedade e controle; 2) a hierarquia é simples, tem poucos níveis; 3) a capacidade de delegar e liderar

<sup>5</sup> Se pensarmos no fenômeno da sociedade anônima, ele é bem mais antigo do que o que se aborda no texto – veja-se o caso das companhias mercantis de comércio exterior da Holanda e Inglaterra, por exemplo – da mesma forma que manifestações em relação ao fenômeno também são mais antigas – veja-se Adam Smith sobre as companhias mercantis, conforme já mencionado.

<sup>6</sup> Ver Kerstenetzky (2004) para detalhes desta seção.

<sup>7</sup> Ao final do artigo, estes dois temas estarão claramente enquadrados na dicotomia proposta neste artigo.

Formatado: Fonte: 10,5 pt

Formatado: Fonte: 10,5 pt

Formatado: Fonte: 10,5 pt

Formatado: Fonte: 10,5 pt

Formatado: Fonte: 10,5 pt

define o bom empresário e é elemento de competitividade, ao lado de outras capacidades. Enquanto conhecedor de seu negócio, vemos Marshall discutir a comercialização e a produção como áreas que apresentam problemas e requerem soluções empresariais.

Estes elementos de capacitação são postos a funcionar em conjunto no ciclo de vida da firma, dentro do qual a firma, se fundada por empresário competente, abre caminho em meio a concorrentes mais antigos e já beneficiados por economias internas (economias do tamanho), beneficiando-se ela mesma dessas mesmas economias à medida que cresce e concebe novas soluções nas várias áreas (comercialização, produção, organização interna). A firma entra em decadência à medida que passa às mãos dos herdeiros sucessores do empresário porque, não sendo estes selecionados pelo mercado, não foram “forjados na mesma têmpera” - não sendo criativos como o fundador, não inovam e deixam as soluções já implantadas envelhecerem em meio a um ambiente em transformação.

Excluído: todos empacotados

Excluído: su

O empresário é assim um líder que conhece seu negócio, sabe delegar funções e responsabilidades, e é fundamental para manter o vigor da organização com todas suas peças funcionando de forma capacitada e em torno do objetivo de lucros (embora seus sucessores não possuam essas qualidades no mesmo grau – por isto a firma declina). O tema da eficiência alocativa, embora presente,<sup>8</sup> aqui não predomina, a firma é vigorosa em meio ao seu crescimento e mudança, em um ambiente em que outras firmas também estão crescendo e inovando.

Excluído: ,

Em termos do segundo tema, o da governança corporativa, encontramos já em Marshall uma discussão do problema de separação de propriedade e controle da empresa. As razões que podemos recolher em Marshall para o diretor da sociedade anônima não a gerir como se fosse o proprietário são: por ser mais avesso ao risco, por não ter o mesmo interesse que o proprietário nos ganhos pecuniários da firma e, de forma mais significativa, pela dificuldade de diretores inovadores em introduzir mudanças e reformulações, ligada à necessidade de convencer os demais diretores da segurança dos novos passos e pela dificuldade em propor rumos que possam indicar crítica a gestões anteriores. Note-se que estão presentes as consequências decorrentes do autointeresse do gerente ser diferente daquele do dirigente-proprietário, assim como sua maior aversão ao risco, que são típicas

Excluído: abordagem,

Excluído: Marsall

---

<sup>8</sup> Como nos trechos em que Marshall propõe que o empresário escolhe entre diferentes técnicas alternativas.

da perspectiva da governança corporativa; mas a tônica maior está na burocratização e perda de agilidade das decisões quando uma organização complexa substitui a uma pessoa, ou a uma organização mais simples e familiar. Assim, se há semelhanças com argumentos contemporâneos, estes são temperados com a percepção Marshalliana.

Qual o resultado da existência de duas formas de organização para Marshall, a das firmas familiares e a da sociedade anônima?<sup>9</sup> Tenderia uma a suplantiar e eliminar a outra? O resultado é o da convivência, porque: 1) o espaço do pequeno produtor (familiar) nunca é eliminado, mas sempre recriado pelos grandes (corporações); 2) a gestão tibia da sociedade anônima é compensada pelo seu acesso a economias internas.

Excluído: marshalliana.

Formatado: Sem controle de linhas órfãs/viúvas

Excluído: ;

O mais importante a ser apontado aqui é que a sociedade anônima não chega a representar um problema devido à gestão. Entrou o capitalismo em uma nova fase, e está claro para Marshall o papel da sociedade anônima americana no progresso daquele país. Assim, embora possamos localizar uma idéia de performance sub-eficiente ligada à estrutura organizacional e legal da sociedade anônima, o progresso por ela trazido é um dado historicamente aceito. No *Industry and Trade* não se vê Marshall lamentar e propor uma volta aos velhos tempos da firma familiar.

Excluído: vemos

Na seção seguinte passamos a abordar um conjunto de autores que retomam a discussão algumas décadas adiante. Lembremos que o tema da discussão é o da natureza da firma, com a análise da sociedade anônima em seu interior.

### 3. A sociedade anônima – contribuições de meados do século XX

Já em meados do século XX contava a sociedade anônima com tempo e influência para se fazer aparecer de forma mais marcante na produção de teoria econômica.<sup>10</sup>

As contribuições discutidas nesta seção pertencem a um período que vai do final dos anos

<sup>9</sup> Há que se notar as diferenças entre os *Principles* e o *Industry and Trade* a respeito do tema. Nos *Principles* a sociedade anônima vai sendo introduzida nas sucessivas edições, e o tom é mais favorável à empresa familiar como gestora. No *Industry and Trade*, livro teórico-histórico e de organização industrial, a grande empresa americana organizada por ações é definitivamente aceita, o saldo das vantagens sobre as desvantagens é historicamente inegável. Ver Kerstenetzky(2004).

<sup>10</sup> Já em 1932, Berle e Means haviam escrito seu livro de grande impacto sobre a separação de propriedade e controle na moderna empresa. O pensamento destes autores não será aqui resenhado.

Formatado: Fonte: 10,5 pt

Formatado: Fonte: 10,5 pt

Formatado: Fonte: 10,5 pt

50 até o final dos anos 60, o mais tardar até a metade da década de 70. Neste período havia confiança na grande empresa americana, organizada como sociedade anônima e diversificada, ainda no contexto do pós-guerra, quando a economia americana e a sua empresa representavam o modelo de capitalismo para o mundo. Esta confiança se enfraqueceu à medida que no final dos anos 60 surgiram e depois se amplificaram os sinais de vulnerabilidade tanto da economia quanto das empresas americanas.

Excluído: surjam

Comentemos primeiramente o caso de Penrose (1959) que, sem explicitar os aspectos específicos ao tema das sociedades anônimas, constrói um retrato de firma que analisa objetivos, hierarquia, crescimento, fusões, aquisições, diversificação.

Excluído: e

Embora fique implícito que a autora discute a grande firma de seu tempo, Penrose não enveredou pelo que seria tema dominante na discussão de corporações na segunda metade do século XX: a separação de propriedade e controle. Lembremos que, para a autora, a empresa é uma coletânea de recursos produtivos que se expande sob o objetivo único de crescimento, objetivo equivalente ao de lucros máximos a longo prazo.<sup>11</sup> Os gerentes estão dispostos ao longo de uma hierarquia, onde não são valorizados os conflitos, mas a divisão do trabalho e a cooperação. Não é retratada a tensão distributiva entre acionistas e gerentes; a retenção de lucros e o seu reinvestimento dentro do objetivo de crescimento capturam a atenção da autora. Há ressalva de que dividendos devem ser pagos para manter a reputação da firma e atrair investidores no futuro, mas sem que se conceba algo que ultrapasse este nível de preocupação. Citando um trecho de Boulding (1950, p.113) (Penrose, 1959, p.27n.), a autora reproduz sua qualificação de dividendos: "destruição de ativos líquidos... um ato mais ou menos voluntário de consumo... porque deveria a firma alguma vez executar tal ato?" Concluindo, lucros – o pomo da discórdia da governança corporativa - são aqui vistos como instrumento e resultado do crescimento, mas apenas na medida em que são retidos na empresa. Assim é e assim deve ser, para o progresso da empresa – e talvez para o progresso geral, embora não cheguemos a encontrar isto explícito em Penrose.

Excluído: ,

À mesma época que Penrose, Marris dá um tom mais próximo da temática da separação de

Formatado: Fonte: 10,5 pt

Formatado: Fonte: 10,5 pt

Formatado: Fonte: 10,5 pt

Formatado: Fonte: 10,5 pt

Formatado: Fonte: 10,5 pt

Formatado: Fonte: 10,5 pt

<sup>11</sup> Penrose considera que outros objetivos, como, por exemplo, o crescimento de vendas ou segurança, podem ser enfeixados sob o objetivo mais amplo de crescimento. A expressão *máximos* não tem a conotação matemática de ótimo, o que exclui a autora das abordagens de eficiência alocativa.



propriedade e controle, mas seguindo ainda a idéia de existência geral de uma política de dividendos que signifique a retenção de lucros, sem que essa política seja criticada pelo autor.

Marris<sup>12</sup> trabalha com uma função utilidade do gerente que difere da que seria a do gerente-proprietário. Valorizando salário, poder e status, os gerentes terminam por favorecer o tamanho e o crescimento.<sup>13</sup> Considerando que crescimento a qualquer preço pode trazer riscos, a segurança é adicionalmente introduzida como necessidade de evitar decisões que possam trazer falência ou *takeovers*. É também interessante a observação do autor de que sob condições abaixo da concorrência perfeita há uma folga (*slack*) - a maximização de lucros não é compulsória, o que permite que os objetivos de (maximização de) lucros que seriam característicos dos "proprietários-gerentes" possam ser parcialmente trocados por outros da função utilidade do "gerente-não-proprietário".

Há em torno do ponto explorado por Marris uma família de diferentes contribuições, por volta desta época. Baumol apresentou um modelo em que os gerentes maximizam as vendas ao invés dos lucros, com restrição representada por um nível mínimo para os lucros; Wood (1980, edição original de 1975) apresentou uma teoria de lucros em que as fontes alternativas para financiar o crescimento da firma (lucros retidos, empréstimos bancários e mercado acionário) não apresentam a mesma acessibilidade porque há um limite ao endividamento que a firma pode incorrer e à frequência com que pode ela recorrer ao mercado acionário com emissões. Os recursos que impulsionam o crescimento da firma são então aqueles gerados internamente, sendo o acesso aos demais dado pelo crescimento do capital próprio. Note-se na contribuição do autor a preocupação com a imperfeição do mercado de capitais no que se refere a sua capacidade de processar informações, que o leva a propor que recorrer com frequência ao mercado acionário ou mudar a política de dividendos são sinais negativos que podem prejudicar a imagem da empresa no mercado acionário e causar queda no valor das ações, independentemente da qualidade lucrativa do projeto de investimento que está a postular financiamento. Desta forma, a firma deve manter uma política de dividendos estáveis e não atrelada aos lucros, porque subir os dividendos em um ano bom pode implicar em baixá-los no ano seguinte e emitir assim sinais que seriam processados de forma negativa pelo mercado. O mesmo para

Excluído: que podem

Excluído: não se pode recorrer com

Excluído: representar

Excluído: negativos.

Formatado: Fonte: 10,5 pt

Formatado: Fonte: 10,5 pt

Formatado: Fonte: 10,5 pt

<sup>12</sup> Ver, por exemplo, Marris (1963).

<sup>13</sup> Marris aqui se apóia nos trabalhos de Gordon (1961), Dorfman (1960) e outros.

o recurso a emissões, que não devem ser frequentes porque indicariam que a firma não tem solidez para contar com recursos gerados internamente; assim, devem ser justificadas em seu aspecto extraordinário, não rotineiro.

Para resumir os pontos de vista dos autores tratados até aqui nesta seção, seguem cinco observações:

**Excluído:** três

1) identificando uma posição teórica otimista com relação à atuação dos gerentes que, se não maximizam o que vai para o bolso do acionista, priorizam o crescimento da firma – ainda que seja porque isto lhes dá poder, prestígio e salários altos. Se não estão alinhados com os acionistas, o estão com a longa tradição de teoria econômica que apresenta a firma como agente que acumula capital. Nessa perspectiva conforme ela se apresenta em meados do século, a relação com os mercados de capitais deve ser uma que não sinalize erradamente e não cause problemas como risco de *takeover* por outro grupo econômico. O acionista merece desta perspectiva pouca atenção em seus objetivos.

2) observando que não há, em geral, nos autores do período, um parâmetro em relação ao qual os lucros poderiam revelar-se abaixo do correspondente à maximização, de forma que não há concessão ao cânon da maximização. Esta afirmação está respaldada pelo tom geral das exposições, onde os gerentes não são apresentados como expropriadores dos acionistas, e pela não teorização ou modelagem de qual seria o ótimo e de se e como se fica abaixo dele. Não há tal lamento no grupo de autores desta época. Assim, Marris menciona a folga proporcionada pelo oligopólio, Simon (citado aqui pela primeira vez, ver mais adiante os comportamentalistas) fala em *satisficing*, Penrose pensa nos objetivos na forma de maximização dos lucros no longo prazo, que equivale a crescimento, não tendo qualquer relação com a noção matemática de ótimo. A exceção a este ponto é Baumol, que em seu modelo apresenta a firma vendendo mais do que a quantidade (e cobrando menos do que o preço) que maximizaria os lucros.

**Excluído:** comparação

**Excluído:** estariam

**Excluído:** uma

**Excluído:** Pelo contrário, esta é a época da hegemonia da grande empresa americana, cuja pujança se revela nos autores através de seu potencial de crescimento, dado pela capacidade de gerar e reter lucros.

**Formatado:** Fonte: Itálico

**Excluído:** O único a proporcionar uma comparação explícita

3) Identificando que, de forma geral, a tônica dos trabalhos do período é o crescimento da empresa. Os trabalhos podem variar no que se refere a focar mais ou menos o papel e os objetivos dos gerentes; o destaque é para os lucros gerados internamente como motor do crescimento, e a coletânea de recursos produtivos que se expande juntamente com as vendas e a capacidade financeira e organizacional. Quanto à esfera financeira, é necessário registrar que inicia-se a sua discussão. De uma forma ou de outra, o que está retratado é um agente que acumula recursos, capital, poderio financeiro.

**Excluído:** De

**Excluído:** a esfera financeira tendo

4) Associando esta perspectiva à da acumulação. Marshall, anterior a este grupo de autores

aqui retratado, e Penrose são uma expressão *avant la lettre* da idéia de capacitações organizacionais. Nestes autores o crescimento acumula não só elementos físicos e financeiros como ativos intangíveis como conhecimento em suas várias formas e clientela. Dentro da moderna perspectiva de capacitações organizacionais, a coordenação e integração das várias capacitações é objeto de consideração primordial.<sup>14</sup>

5) Como conclusão, percebendo que é a época do elogio da grande corporação capitalista americana na sua hegemonia, cuja pujança se revela na história e na teoria através de seu potencial de crescimento, dado pela capacidade de gerar e reter lucros.

Embora destoe do conjunto de autores que foi resumido pelas cinco observações acima, uma outra vertente de análise da grande firma de meados do século XX que chama a atenção pela sua fertilidade é a dos comportamentalistas (*behaviorist theory of the firm*), que realça a sociedade anônima como modelo de organização empresarial.<sup>15</sup> Seus principais expoentes são Herbert Simon, Richard Cyert e James March. A proposição destes autores pretende superar as limitações da teoria microeconômica convencional oferecendo uma teoria realista da firma. A firma retratada na teoria reflete a complexidade da corporação de meados do século XX, trazendo em seu bojo o problema da decisão em uma organização que se caracteriza por especialização departamental e gerencial e variedade de áreas como produção, comercialização, ciência e tecnologia, financeira, etc., que integram problemas, subcoalizões, e interesses próprios. O quadro retratado oferece ainda lugar para trabalhadores, fornecedores, clientes, acionistas.

Assim, a firma é apresentada pelos behavioristas como uma coalizão de indivíduos, cada um com objetivos próprios; a teoria propõe processos pelos quais os objetivos dos indivíduos se compõem em objetivos organizacionais, se formam estratégias e se chega a decisões. Motivações e informação são concebidos de forma complexa, em contraste com a ultra-simplificação axiomática da microeconomia tradicional que assume decisões baseadas em preferências e expectativas sobre resultados associados a diferentes cursos de ação, com escolha da melhor alternativa do ponto de vista do tomador da decisão.

Ao invés de escolha maximizadora da teoria neoclássica, que é caracterizada como antecipação, marcam a teoria comportamentalista os processos de reação a resultados

---

<sup>14</sup> Ver a esse respeito Prahalad e Hamel (1997).

<sup>15</sup> Foram utilizadas como referências básicas Cyert e March (1963) e March (1988).

obtidos, inclusive com produção de regras que refletem a experiência passada. Neste contexto, a idéia de *satisficing* é empregada em associação a metas, funcionando como um gatilho que dispara a atenção gerencial se constatada a falha, definida como não cumprimento da meta. Neste caso, entra em funcionamento a busca (*search*), de forma que a atenção é orientada por problemas. Está também presente no retrato a folga (*slack*), associada ao sucesso, visto nas primeiras versões como desperdício e mais tarde como reservatório de eficiências não empregadas, originando igualmente atividade de descoberta de novas alternativas. Além dessas duas formas de busca (orientada por problemas e por folga), é também apontada a influência pelos sucessos e fracassos de outras organizações, "soluções procurando por problemas".

O conflito entre indivíduos e grupos que agem de forma autointeressada, com suas próprias versões de informações e tentativas de impor suas visões e objetivos se resolve através de amortecimento trazido por três características da vida organizacional: 1) departamentalização e organização hierárquica que restringem a audiência de processos de decisão específicos; 2) escassez de tempo e energia que impede a todos de estarem presentes a tudo e fazendo com que decisões e reações corretivas sejam sequenciais e não simultâneas, isolando conflitos; 3) existência de folga (*slack*), que permite que demandas inconsistentes não sejam disparadas simultaneamente por falha em atingir metas. Os problemas são resolvidos pela sua recriação em outra parte, de forma sequencial, até voltar ao ponto inicial. Inconsistências são toleradas, há atividades e esforços duplicados, mas os conflitos são isolados.

Esta abordagem procura compreender o funcionamento das organizações de maneira que contrasta com o emprego de metodologia hipotético-dedutiva, característica da microeconomia e das abordagens alocativas. Ele vai aqui resumida, porque tem um enquadramento muito especial nas duas classes de abordagens oferecidas no início deste artigo: não se enquadra por certo na abordagem acumulativa; e se enquadra na abordagem alocativa às avessas – ao invés de discutir axiomáticamente a eficiência alocativa e disto retirar critérios normativos pela distância em relação ao ideal, reconhece a complexidade organizacional e faz do *slack* e do comportamento organizacional o seu objeto. Desta forma, *satisficing* (e não *maximizing*) é o que motiva os agentes da coalizão corporação.

Formatado: Sem controle de linhas órfãs/viúvas

#### 4. Anos recentes: O problema de agência (agente e principal) e a governança corporativa

Nas últimas décadas desenvolveram-se novas perspectivas teóricas da firma. Dentre elas, iremos aqui explorar a perspectiva do problema de agência, historicamente relacionada aos acontecimentos que deram início às transformações nos mercados financeiros e corporativos a partir do final da década de 70.<sup>16</sup>

A perspectiva do agente-principal aprofunda elementos já anteriormente presentes na literatura. A proposição central é a de que, com a separação de controle e propriedade, não possuindo os gerentes as mesmas motivações que os acionistas, não são eficientemente alocados os recursos da firma. O desalinhamento ocorreria porque os acionistas podem diversificar seu *portfolio*, reduzindo os riscos representados por uma aplicação individual – a ação da firma, ao passo que os gerentes não podem diversificar os riscos da mesma forma, já que a empresa é específica em ativos e conhecimentos, tendendo então a procurar reduzi-los de maneiras que não seguem os interesses dos acionistas. As maneiras são reter lucros, diferir aumentos de dividendos, de forma a compor um amortecedor de adversidades imprevistas; fazer a firma crescer com projetos que não primam pela rentabilidade, mas que são geradores de prestígio pelo aumento do tamanho das vendas e da empresa; e diversificá-la, curso de ação que, além de diversificar o risco por si só, proporciona mais espaço para as carreiras gerenciais. Haveria ainda a prática de obter inclusão de cláusulas contratuais que garantem benefícios substanciais em caso de perda de emprego pelo gerente.

O objetivo central da abordagem é então discutir a questão da separação de propriedade e controle no sentido das possibilidades de alinhamento de interesses de gerentes e acionistas e a conseqüente solução de problemas de performance empresarial da sociedade anônima. Várias figuras da prática dos mercados e já anteriormente levantadas na literatura<sup>17</sup> tomam parte na discussão: funcionamento do mercado de controle corporativo, investidas de *takeover*, decisões e sinalizações que afetam o valor das ações nos mercados.

As possibilidades de alinhamento teoricamente propostas e empiricamente estudadas estão

<sup>16</sup> Aqui algumas referências são Jensen e Meckling (1976), Jensen e Fama, (1983), Scharfstein (1988).

<sup>17</sup> Note-se que foram ao menos mencionadas anteriormente neste trabalho na exposição de teorias de meados do século

**Formatado:** Sem controle de linhas órfãs/viúvas, Manter com o próximo

**Excluído:** à

**Excluído:** Aqui

**Formatado:** Sem controle de linhas órfãs/viúvas

**Excluído:** de grande aderência

**Excluído:** a partir do final da década de 70,

**Excluído:** deu

**Excluído:** a anos de transformação

**Excluído:** alocados

**Excluído:** maneira

**Excluído:** segue

**Excluído:** formar

**Excluído:** . Esta última

**Excluído:** Um período de conglomeração excessiva e declínio no desempenho corporativo nos anos 60 e 70 nos Estados Unidos foram usados como evidência de que os recursos são desperdiçados em diversificações que se revelam má alocação de recursos.¶

**Formatado:** Fonte: 10,5 pt

em cinco campos: o campo legal; a atuação do conselho de administração na qualidade de voz e representante dos interesses dos acionistas na estrutura decisória da empresa; a disciplina imposta pelos mercados de bens (possibilidade de prejuízo e falência) e financeiro (possibilidade de *takeover*); contratos de remuneração de gerentes desenhados como incentivos e, por último, substituição de ações por dívida. Não é aqui o lugar para resenhar essas possibilidades.<sup>18</sup> Será dado destaque a algumas proposições e será relatado o contexto histórico que alimentou a perspectiva; na linha das conclusões, é possível apontar que teoria e prática se entrelaçam, sendo pró mercado a natureza da perspectiva teórica, e sendo a época de liberalização.

Excluído: ,

Excluído: ,

Excluído: ),

Excluído: ¶  
¶

Excluído: re

Excluído: comentada;

Excluído: pensar mesmo

Na perspectiva da agência, um período de conglomeração excessiva e declínio no desempenho corporativo nos anos 60 e 70 nos Estados Unidos são usados como evidência de que os recursos das empresas são desperdiçados pelos gerentes em diversificações que se revelam má alocação de recursos. A recuperação da liderança das empresas americanas na década de 1990 é utilizada como evidência de acerto das reformas internas às empresas conduzidas a partir dos anos 80, em linha com a perspectiva de “maximização do valor do acionista”, rótulo conhecido desta perspectiva. A sua avaliação é de que a mudança nas relações entre gerentes, conselho de administração e mercado de capitais, traduzida em termos de monitoramento e incentivos, particularmente no que se refere à vulnerabilidade da empresa frente a *take-overs* e atrelamento da remuneração dos gerentes ao desempenho da empresa, causou uma correção do foco da atividade das firmas, melhorando seu desempenho.

Abandonemos por ora as proposições da teoria da firma baseada na agência, e passemos a um narrativa do que aconteceu<sup>19</sup> para que a corporação americana conforme se apresentava em meados do século, cuja imagem é retratada na seção três, fosse colocada em questão e fosse objeto de reformas; serão introduzidos os argumentos da agência no interior da narrativa, dentro do contexto histórico.

<sup>18</sup> Ver Aldrichi (2003) sobre a economia americana a esse respeito.

<sup>19</sup> Não estou de forma alguma querendo dizer que é possível contar a história tal como ocorreu. A perspectiva aqui é assumidamente crítica, e contou com referências notoriamente críticas: Lazonick e O’Sullivan (2000), Fligstein e Shin (2005) e Jacoby(2005). Outra referência também empregada, de história empresarial, que relata as transformações é Baskin & Miranti (1997). Pelo lado da defesa da perspectiva do mercado de controle corporativo, Jensen (2000, cap. 1), explorado mais adiante, apresenta uma combinação de argumentos teóricos com história.

Formatado: Fonte: 10,5 pt

Formatado: Fonte: 10,5 pt

Formatado: Fonte: 10,5 pt

A crise da economia americana nos anos 70, caracterizada pela estagflação no plano agregado, e pela queda do valor das ações das empresas relativamente ao valor de seus ativos e perda de competitividade de suas empresas, particularmente frente às empresas japonesas, no plano microeconômico, foi o ambiente que gerou mudanças tanto na política econômica quanto nos mercados acionários e no interior das empresas, com interação das transformações nestes três níveis.

Formatado: Sem controle de linhas órfãs/viúvas

A época de grande transformação do mercado de controle corporativo iniciou operando os chamados *leveraged-buyouts* (LBOs) no final dos anos 70, favorecidos por mudanças institucionais e legais do mercado financeiro, que permitiram que emergissem novos investidores no mercado acionário – os investidores institucionais: fundos mútuos, fundos de pensão e companhias seguradoras, que anteriormente estavam legalmente restringidas em sua aplicação de recursos, restrições estas que foram suspensas. Também concorreram inovações financeiras, como o expediente utilizado para operar o *takeover*, de obter de investidores institucionais o compromisso de vender suas posições nas firmas alvo e comprar títulos de segunda linha (*junk bonds*), que passaram a ser emitidos para financiar a operação. Ainda no plano da política econômica, foram estimuladas as fusões através da alteração das *guidelines* e atenuamento das leis antitrust, foi reduzido o imposto de renda das pessoas jurídicas, foram desregulamentados os mercados de produtos e de trabalho como forma de combater a inflação. Como resultado, vários grupos econômicos foram alvos de investidas, com o seu consequente desmembramento e reorganização com fusões e colocação no controle de gerentes dispostos a vender ativos e despedir empregados, de forma a cumprir as exigências financeiras concebidas na nova concepção do que vem a ser a boa gestão empresarial.

Excluído: como

Excluído: da empresa.¶

¶ O objetivo tanto teórico quanto das iniciativas das operações financeiras que tiveram lugar no final dos anos 70 e início dos 80's seria então o de libertar o fluxo de caixa das empresas, libertar os lucros retidos que seriam melhor aproveitados nas mãos do mercado.

Excluído: ,

Excluído: participam

Excluído:

Excluído: ações tem

Excluído: A concepção

Excluído: que está por trás dessas ações é a da "maximização do valor do acionista", com a tônica

Excluído: "

Passada a onda de LBOs, a prática de reforma corporativa passou a ser baseada em *downsizing* e distribuição de lucros. Fechamento de plantas e eliminação de empregos tanto de operários como de profissionais de escritório fizeram parte da redução do tamanho das empresas. Além de pagar mais dividendos, as empresas passaram a recomprar suas ações e buscar o alinhamento dos interesses dos gerentes com base em sua remuneração através de opções. De forma geral, o resultado dessas práticas teve o efeito de aumentar o valor das ações. Isto aliado à tônica mais geral de "diminuir e distribuir", opondo-se à

prática histórica das grandes corporações de “reter e crescer”,<sup>21</sup> resume a essência da “maximização do valor do acionista”.

Para que fique claro, a nova concepção tem dono. E este não é a velha elite empresarial dos conglomerados da década de 60. A reestruturação da gestão empresarial conta com redução e reconfiguração da área de recursos humanos, e o surgimento de um cargo novo, o de *Chief financial officer*. O objetivo tanto teórico quanto da prática das operações financeiras que tiveram lugar a partir do final dos anos 70 seria então o de libertar o fluxo de caixa das empresas, libertar os lucros retidos que seriam melhor aproveitados nas mãos do mercado do que nas mãos dos gerentes. A tomada de decisões é marcada pela preeminência de critérios financeiros, a reorganização das firmas se faz sob a perspectiva da comunidade financeira, sob a ameaça de que ou ela se faz, ou há perda do controle.

A perspectiva da agência é defendida por Jensen(2000)<sup>22</sup> como sendo benéfica para toda a sociedade. Para contraste, propõe que a perspectiva rival da *stakeholder theory* é equivocada, porque não indica a solução de conflitos, nem portanto os princípios que devem nortear a tomada de decisões e, dessa forma, não sendo os gerentes responsáveis frente a ninguém, seguiriam eles seus próprios interesses. O princípio de maximização de lucros e sua colocação à disposição de quem fez o investimento, equiparando a corporação à empresa familiar, seria aquele capaz de trazer o melhor arranjo institucional. A idéia é que os direitos de controle devem ser de quem suporta os riscos – caso contrário, “é como jogar pôquer com dinheiro dos outros”. Com a maximização de lucros – ou do valor do acionista no caso da corporação – há um critério claro para decisão do emprego do dinheiro, e a ligação entre o interesse do acionista e o restante da sociedade se faz pela valorização de cada unidade monetária gasta,<sup>23</sup> que de resto também é valorizado por consumidores, trabalhadores e fornecedores. Ademais, estes também podem assumir os riscos e o controle se assim quiserem.

Estas proposições assumem para o autor status de “verdade imutável”, porque comprovadas com a seguinte evidência histórica: Quando leis e regulações da época da grande depressão colocaram um excesso de poder nas mãos dos gerentes, à custa dos

<sup>21</sup> As expressões são de Lazonick e O’Sullivan (2000).

<sup>22</sup> Em verdade, o livro de 2000 é um coletânea de artigos anteriormente publicados revistos.

<sup>23</sup> Jensen faz a ressalva em relação a monopólios e externalidades.



interesses dos proprietários, eliminaram controles à ação do gerente pela supressão das restrições à participação de instituições financeiras no capital de outras empresas; o alinhamento dos conselhos de administração com os gerentes fez com que fossem ignorados os interesses daqueles que suportam os riscos e que os conselhos deveriam proteger, e o desempenho das empresas foi se deteriorando progressivamente. Quando as regulações e leis mudaram a partir do final dos anos 70, tais controles foram reentronizados, e as empresas recuperaram seu desempenho vigoroso nos anos 90.<sup>24</sup>

Com relação aos custos sociais das últimas duas décadas, com fechamento de plantas e uma fase de perda líquida de postos de trabalho, Jensen argumenta que a situação anterior era de sobreinvestimento e sobreemprego com ineficiência, associados a falha nos sistemas de controle. Uma parte interessante do argumento sugere que, no capitalismo, os mercados de capitais desempenham periodicamente um importante papel na eliminação de capacidade ociosa. Dessa forma, a queima de capital produtivo da década de 80 e o *downsizing* não são diferentes da racionalização do final do século XIX, em que ondas de trustificação igualmente queimaram capacidade ociosa e selecionaram plantas de maior produtividade. Fusão de empresas e fechamento de plantas seriam recorrentes na história do capitalismo, periodicamente assolado por sobreinvestimento e excessiva multiplicação de unidades de produção sob mudança tecnológica, redução de custos, e novas oportunidades lucrativas. Ao sobreinvestimento se seguiria um processo de racionalização e enxugamento do excesso, com seleção de plantas com base na produtividade e rearranjo eficiente. O resultado final seria de vasto aumento de produtividade e bem-estar, mas com períodos marcados pela presença de obsolescência de capital humano e físico, cuja solução apresenta custos, amargor, incompreensão e tempos difíceis. No caso de uma economia de corporações, a falência da firma familiar é substituída pela reestruturação operada pelo mercado de capitais.

As últimas observações são importantes porque reconhecem a maneira desequilibrada pela qual se desenvolvem as economias capitalistas. No entanto, a perspectiva da agência tem na eficiência o princípio normativo de julgamento; e, nesta perspectiva, eficiência se obtém nos problemas aqui tratados quando os problemas de agência são resolvidos.

Formatado: Sem controle de linhas órfãs/viúvas

---

<sup>24</sup> Os argumentos reproduzidos até este ponto fazem parte da introdução do livro. O que se segue é encontrado nos dois primeiros capítulos.

## Conclusão

Este artigo procurou dar elementos de sustentação para uma proposta de dicotomia da teoria econômica da firma, de forma a permitir enquadrar as teorias da firma concebidas para tratar de corporações na classificação de abordagens acumulativas e alocativas. Além desse enquadramento, e com seu auxílio, é possível tecer alguns comentários críticos sobre as perspectivas alternativas para a compreensão da firma contemporânea. O que se segue é um primeiro esboço.

Excluído: O trabalho

Excluído: a

As abordagens de meados do século XX, mesmo as que reconhecem o problema de agência, não fazem dele a tônica da análise. Esta está no crescimento, que vem da acumulação não só financeira, como da acumulação de capacitações.

Excluído: reconhecendo

Excluído: e este

A abordagem do final do século XX, que coloca o problema de agência no centro da análise, reproduz o procedimento ortodoxo de utilizar a racionalidade maximizadora (de lucros) e a guia representada pela eficiência, como princípio de análise; é verdade que são introduzidas instituições, pois a firma tem reconhecidamente um desenho organizacional e estrutura um sistema de incentivos; mas as instituições estão presentes para revelar o sistema de incentivos correto, condicionante da eficiência alocativa, que libera o fluxo de caixa das empresas e as liberta de crescimento ineficiente perseguido pelos gerentes de interesses desalinhados em relação ao dos proprietários do capital.

Excluído: As abordagens

Excluído: ,

Excluído: m

Excluído: , reproduzem

Excluído: colocar

Excluído: ponto de partida

Embora o progresso técnico recente faça parte do ambiente no qual se desenvolve a perspectiva da agência e seja mesmo por ela tratado, não apresenta esta perspectiva elementos teóricos para que se possa avaliar de que forma decisões maximizadoras são tomadas quando mudança e progresso técnico estão presentes. Como falar em eficiência quando mudança está envolvida é algo que ainda está por sistematizar.

Excluído: —Quebra de página—

A questão acima recoloca a problemática de arranjos institucionais como soluções históricas e não como soluções ótimas. Os arranjos institucionais historicamente desenvolvidos e as concepções de firma da teoria econômica de épocas correspondentes não são bem compreendidos se vistos pelas lentes do positivismo, ou seja, como tentativas científicas de oferecer um registro teórico definitivo de como funciona a realidade. Dentro de uma perspectiva de ciências sociais, é melhor levar em conta que as concepções dos homens (cientistas e agentes) participam da construção do mundo social. E que

proposições normativas e positivas se entrelaçam de forma que não se podem separar. Em relação a este ponto, a corrente das capacitações organizacionais, facilmente associada aos autores da seção três do artigo, apresenta uma abordagem mais flexível, no sentido de que inovação, mudança e arranjos institucionais e organizacionais específicos são melhor compreendidos como elementos históricos do que como elementos de escolha individual racional.

## Referências Bibliográficas

- Aldrichi, D. M. (2003) "The mechanisms of corporate governance in the United States: an assessment". *Revista Brasileira de Economia* v.57, n.3, pp. 469-513, jul/set .
- Baskin, J.B.; Miranti, P.J. (1997) *A history of corporate finance*. Cambridge University Press.
- Berle, A.A. and Means, G.C. *The Modern Corporation and Private Property* New York: Harcourt, Brace & World, [1932] 1968.
- Boulding, K.E. *A Reconstruction of Economics*. New York: Wyley, 1950.
- Cyert, R.M. & March, J.G. (1963) *A behavioral theory of the firm*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Dorfman, R.(1960) "Operations research". *American Economic Review*, v.50. Citado em Marris (1963).
- Fligstein, N. & Shin, Taek-Jin (2005) "Shareholder Value and Changes in American Industries, 1984-2000", *Institute of Industrial Relations. Institute of Industrial Relations Working Paper Series. Paper iirwps-115-05*. <http://repositories.cdlib.org/iir/iirwps/iirwps-115-05>
- Gordon, R.A. (1961) [1945, 1a ed.] *Business leadership in the large corporation*. Brookings. Citado em Marris(1963).
- Jacoby, S.M. (2005) *The Embedded corporation*. Princeton and Oxford: Princeton U.P.
- Jensen, M; Meckling, W. (1976) "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics* v.3, pp. 305-60.
- Jensen, M.; Fama, E. (1983) "Separation of ownership and control". *Journal of law and Economics* v.26, n. 2, pp.301-25.
- Kerstenetzky, J. (1995) "A natureza da firma". *Archè* v.4, n.11, pp. 47-78.
- Kerstenetzky, J. (2004) "Organização empresarial em Alfred Marshall". *Estudos Econômicos* v.34, n.2, pp. 369-392, abril/junho.
- Lazonick, W. e O'Sullivan (2000) "Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance". *Economy and Society*, v.29, n.1, pp. 13-35, feb.
- March, J.G. (1988) *Decisions and organizations*. Oxford: Blackwell.
- Marshall, A. (1920) *Principles of Economics*. London: Macmillan, 8<sup>th</sup> edition.
- Marshall, A. (1919) *Industry and Trade. A study of industrial technique and business organization; and of their influences on the conditions of various classes and nations*. London: Macmillan.
- Prahalad, C.K. and Hamel, G. (1997) "The core competence of the corporation". IN: Foss, N.J., *Resources, firms and strategies, a reader in the resource-based perspective*. Oxford, UK: Oxford University Press, pp. 235- 56.
- Marris, R.(1963) "A model of the managerial enterprise". *Quarterly Journal of Economics*, v.77, p. 185-209.
- Penrose, E. T. (1980) [1959] *The theory of the growth of the firm*. Oxford: Basil Blackwell.

Formatado: Sem controle de linhas órfãs/viúvas

Formatado: Sem controle de linhas órfãs/viúvas

Formatado: Português (Brasil)

Formatado: Sem controle de linhas órfãs/viúvas

Formatado: Sem controle de linhas órfãs/viúvas

Formatado: Sem controle de linhas órfãs/viúvas

Formatado: Inglês (EUA)

- | Scharfstein, D. (1988) “The disciplinary role of takeovers”. *Review of economic studies*, 55, pp:185-99.
- | Wood, A. (1980) [1975, edição original] *Uma teoria de lucros*. São Paulo: Paz e Terra.

**Formatado:** Recuo: À esquerda: 0 cm, Deslocamento: 1,25 cm, Espaçamento entre linhas: simples, Sem controle de linhas órfãs/viúvas

**Excluído:** ¶