

A natureza da firma contemporânea: O problema da governança corporativa à luz da história do pensamento econômico¹

Jaques Kerstenetzky*

Resumo – O artigo resume a natureza da firma de acordo com diferentes abordagens da história do pensamento econômico, agrupando-as em duas classes: perspectivas de eficiência (alocativas) e perspectivas de crescimento (acumulativas). Em seguida examina contribuições 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

JEL – B00; D23;L20;N80

É de longa data que as sociedades anônimas despertam manifestações críticas, sendo já Adam Smith um de seus juízes. Mas apenas no último século, com a importância e a extensão que assume essa forma de organização na indústria norte-americana² e com a sua difusão, que a discussão se avolumou e adensou.

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.³

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 proprietários apenas de parte negligenciável dele. No entanto, as proposições normativas que pretendem guiar a gestão de sociedades anônimas começam a influenciar também empresas juridicamente organizadas de outra forma, promovendo uma generalização de critérios de boa prática gerencial, de tal modo que a matéria aqui discutida ga-

* Professor Adjunto do Instituto de Economia – UFRJ. Av. Pasteur 250. Rio de Janeiro-RJ; e-mail: jkersten@ufrj.br.

nha significação em um campo mais amplo do que o de sociedades anônimas estritamente.

O artigo se insere na temática da organização da produção e distribuição capitalistas em torno da noção de firma, considerando-a na qualidade de agente que contrata, produz e remunera os envolvidos na organização. A abordagem é histórico-teórica, no sentido de que revisa as teorias da firma empregando a interpretação histórica das atuais tendências relacionadas ao problema investigado. O conjunto de teorias analisado não exaure o tema, dada a multiplicidade de contribuições e a necessidade de conformar este artigo a um espaço determinado. Essas condições obrigaram-me a fazer uma seleção.

O material está organizado em quatro seções. A primeira apresenta uma classificação que identifica duas abordagens presentes na história do pensamento com relação à natureza da firma; nesse passo, algumas importantes teorias da firma são brevemente discutidas com referência à classificação dicotômica; a classificação é relativa à firma capitalista em geral, e abstrata, no sentido de que não se refere a nenhum modelo organizacional e histórico específico – esta seção ainda não desce ao nível das corporações. É a partir da segunda seção que são delineados elementos de análise das firmas imbuídos de 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 na obra desse autor elementos que estarão presentes em contribuições de diferentes perspectivas do tratamento contemporâneo do tema.⁴ A terceira e a quarta seções tratam das teorias da firma organizada sob forma de sociedade anônima. As variadas concepções tratadas nestas seções são examinadas sob perspectivas diferentes e definidas segundo os contextos históricos que refletem implícita ou explicitamente. Pontos de vista diversos são então enquadrados na classificação dicotômica proposta e recebem análise crítica. Por último, são apresentadas as conclusões.

1. A natureza da firma capitalista

Discutir a natureza da firma não é tarefa simples, pois, 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. Conseqüentemente, 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)

Assim, não é à toa que podemos identificar diferentes perspectivas da firma dentro da história do pensamento econômico. As teorias da firma presentes em teorias econômicas são usualmente elaboradas a partir de questões que orientam sua definição. Assim, a firma é por vezes desenhada como elemento de um sistema de alocação de recursos, ou pode ser a célula de acumulação de capital de um sistema capitalista em expansão. Em vez da firma, e sem maiores conseqüências, o foco pode ser o empresário ou o gerente e suas decisões eventualmente visualizadas em ambiente de incerteza; há ainda a possibilidade de problematizar a firma definindo-a como composição conflituosa de diferentes agentes e interesses.

A proposta desta seção é agrupar genericamente os esforços de definição da natureza da firma em duas grandes linhas.⁵ A primeira se denomina *alocativa*, e está voltada para a análise da *eficiência* do sistema e da unidade de produção; caracteriza-se fortemente pela presença de uma solução dedutiva e racional para a estruturação da firma. A segunda linha recebe o nome de *acumulativa*, e elege o *crescimento* da unidade de produção (e eventualmente do sistema) como foco de análise; caracteriza-se por mudança e progresso e, embora os agentes sejam dotados de racionalidade, esta assume contornos distintos da abordagem alocativa, abrindo espaço para a consideração da incerteza,⁶ no sentido de Knight, e de soluções históricas.

Começamos pela abordagem da firma como unidade de alocação de recursos. Em boa parte das contribuições que se encaixam nesta classe, trata-se de uma representação extremamente simplificada da firma, que se limita a defini-la como um local físico de reunião e combinação dos fatores de produção. Tal simplicidade se explica pelo fato de esta representação pertencer 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 a escolha de uma quantidade a produzir no curto prazo e de 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 e organizacionais são solucionadas na superfície da função de produção, as questões de comercialização limitam-se ao formato da curva de demanda e à escolha de uma quantidade de lucro máximo, e as questões de financiamento se restringem à noção sistêmica de que poupança e investimento se igualam à taxa de juros de equilíbrio e nada mais são que uma recompensa pela abstenção do consumo. É comum dizer-se que a firma neoclássica é uma caixa-preta onde entram insumos e saem produtos.

Não é necessário ser especialista em história do pensamento econômico para perceber que esta linha de análise da firma nasceu e se firmou com a escola neoclássica. Porém, uma vez fixado o programa de pesquisa científica que tem origem na análise alocativa e de maximização individual, rompe-se a necessária conexão funcional entre a firma como agente maximizador e o sistema de preços e alocação de recursos. O programa de pesquisa científica neoclássico estabelece como método o individualismo metodológico e como suposto geral de comportamento a racionalidade otimizadora, abrangendo um leque de problemas progressivamente mais amplo. Dessa forma, outras contribuições se alinham, ainda que tenham objetivos distintos do original.

É assim que a abordagem de eficiência pode ainda ser apontada em contribuições algo distintas da descrição genérica oferecida, incluindo algumas que abordam a firma como organização. É o caso da contribuição de Coase (1937), que introduz o conceito de custos de utilização do mercado e a noção de hierarquia, problematizando as relações com o mercado e a organização interna, em contraste, pois, com a formulação neoclássica original. A visão de Coase segue ainda de forma explícita a abordagem neoclássica, empregando os conceitos de margem e substituição para definir a firma como solução ótima que equilibra rendimentos decrescentes da gestão hierárquica e economia de custos de *marketing*. O problema e a solução são formulados de maneira estática, no âmbito de um problema de maximização. Embora a abordagem limite a repre-

sentação da firma como agente do sistema capitalista, possui a qualidade de suprimir a representação do mercado como solução sem custos de todos os problemas de comercialização, e apresenta, por outro lado, uma aplicação útil na análise de problemas como a verticalização de empresas. 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.

Na segunda categoria da classificação, aqui denominada de crescimento ou acumulativa, podemos relacionar os clássicos e Marx, mas também autores que em uma primeira análise não parecem agregáveis a este grupo, como Marshall, Penrose, Richardson e Nelson & Winter. Aqui a profundidade das questões organizacionais varia de autor para autor, inclusive sob a influência do uso da história. Os clássicos 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, no qual os recursos humanos e físicos se combinam na criação e no desenvolvimento de conhecimentos específicos como solução para problemas em várias áreas da atividade empresarial. As contribuições enquadradas nessa linha apresentam, como resultado, uma visão dinâmica de firma, e em parte das contribuições listadas sob este rol há consonância com uma concepção dinâmica do sistema, para a qual crescimento e progresso são temas prioritários. Observe-se que a visão é também adequada a estudos históricos porque favorece a identificação de elementos de estrutura e mudança empresarial.

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

2. A título de primórdios do tema – Marshall e os temas de capacitações e separação de propriedade e controle⁷

Tendo vivido a época da prevalência da firma familiar em seu país e do desenvolvimento da grande sociedade anônima nos Estados Unidos, Marshall discute o tema em seus contornos modernos, isto é, já com

referência à unidade de negócios no âmbito de economias capitalistas contemporâneas.

Começemos identificando a contribuição deste autor ao pensamento econômico como sendo bem mais complexa e abrangente do que se depreende da leitura dos manuais modernos, e mesmo de boa parte dos livros de história do pensamento econômico. 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*.

O resultado selecionado dentro do objeto deste artigo é a exploração conjunta e relacionada de dois temas modernos, o das capacitações organizacionais e o da governança corporativa.⁸ Quanto ao primeiro, o das capacitações organizacionais, vemos Marshall descrever, no capítulo 12 do quarto livro dos *Principles*, a natureza do papel do empresário, considerado, de um lado, como “condutor de homens” e, de outro, como “conhecedor de seu negócio” – incluindo aí questões técnicas, tendências do mercado, capacidade para decidir pela inovação. Na condição de 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 liderar e delegar define o bom empresário e é elemento de competitividade, ao lado de outras capacidades. No que se refere ao aspecto de conhecedor de seu negócio, Marshall discute a comercialização e a produção como áreas que apresentam problemas e requerem soluções empresariais, incluindo inovação.

Estes elementos de capacitação são postos a funcionar em conjunto no ciclo de vida da firma. Este se inicia quando a firma, se fundada por empresário competente, abre caminho em meio a concorrentes mais antigos e já beneficiados por economias internas (economias do tamanho) por meio de soluções criativas, beneficiando-se ela mesma dessas mesmas economias à medida que cresce e concebe novas soluções nas várias áreas (comercialização de produtos, produção, organização interna, relacionamento com fornecedores). A firma entra em decadência à medida que passa às mãos dos herdeiros sucessores do empresário, por-

que, não tendo sido eles 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.

O empresário fundador 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 do lucro. Seus sucessores não possuem essas qualidades no mesmo grau – por isto a firma declina. O tema da eficiência alocativa, embora presente,⁹ não predomina aqui: a firma é (ou deixa de ser) vigorosa em meio ao seu crescimento e mudança, em um ambiente no qual outras firmas também estão crescendo e inovando.

No que toca ao segundo tema, o da governança corporativa, encontramos já em Marshall uma discussão do problema de separação de propriedade e controle da empresa. Tanto no *Industry and Trade* como no decorrer da atualização e transformação dos *Principles* ao longo de sucessivas edições, Marshall reconheceu a sociedade anônima como realidade histórica inquestionável, surgida como instituição capitalista estável e duradoura. No entanto, Marshall aponta diferenças fundamentais na gestão realizada por proprietários de firmas familiares ou por gerentes de sociedades anônimas. Por ser mais avesso ao risco, por não ter o mesmo interesse que o proprietário nos ganhos pecuniários da firma, o diretor da sociedade anônima não a conduz como o faria o proprietário; de forma mais significativa, a conduta por assim dizer mais prudente do diretor é determinada ainda pela dificuldade de introduzir mudanças e reformulações, devido à necessidade de convencer os demais diretores da segurança dos novos passos, e pela dificuldade em propor rumos que possam indicar uma revisão crítica de gestões anteriores. Note-se que estão presentes as conseqüências decorrentes do fato de o auto-interesse do gerente ser diferente daquele do dirigente-proprietário, assim como sua maior aversão ao risco, típica 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 distintas de organização para Marshall, a das firmas familiares e a da sociedade anônima?¹⁰ Tenderia uma a suplantar e eliminar a outra? O resultado é o da convivência, porque: 1) o espaço dos pequenos produtores (familiares) nunca é eliminado, mas recriado pelos grandes (pelas corporações) - como seus fornecedores, por exemplo; 2) a gestão tibia da sociedade anônima é mais que compensada pelo seu acesso a economias internas.

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 norte-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*, texto de organização empresarial, Marshall não lamenta a difusão das novidades nem propõe voltar aos velhos tempos da firma familiar. E, de forma mais importante, a análise não é de tipo dedutiva, com implicações normativas, mas histórica e, portanto, positiva. As avaliações de eficiência não se obtêm pela aplicação do critério normativo, mas pela tentativa de descrever o desempenho em termos de economias internas e externas, competitividade, crescimento.

É possível concluir que eficiência e crescimento estão presentes na análise marshalliana, de forma que é necessário qualificar também esses pontos. Eficiência não é a tônica da análise, no sentido de que, diferentemente da análise neoclássica, não é o ponto em torno do qual tudo gravita. Tampouco é ela proposta de maneira hipotético-dedutiva: eficiência e transformação estão combinadas, e esta é vigorosa (eficaz) se o gestor da firma persegue os problemas nas várias áreas e coordena essa busca com afinco e criatividade. Este não é sequer o caso dos sucessores do fundador ao longo do ciclo de vida da empresa familiar, nem dos gerentes da sociedade anônima. O fato é que não se pode afirmar que a análise marshalliana conte com um agente que escolhe a melhor entre as alternativas existentes. A substituição entre capital e trabalho, tal como Marshall a propõe, ocorre em meio ao crescimento, com mudança de técnicas ao longo da expansão, e inclui o que modernamente podem ser consideradas como pequenas inovações, comparativamente às inovações com efeito da “destruição criadora”, para empregar a expressão de Schumpeter.

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 suficientes para aparecer de forma mais marcante na produção de teoria econômica.¹¹

As contribuições discutidas nesta seção pertencem ao período que vai do final dos anos 1950 até os anos 1960, no mais tardar até a metade da década de 1970. Este período se caracteriza pelo prestígio da grande empresa norte-americana, organizada como sociedade anônima e diversificada, em um contexto em que a economia do país e sua empresa representavam o modelo de capitalismo para o mundo. Este prestígio foi sendo progressivamente erodido quando, no final dos anos 1960, começou a evidenciar-se a queda de *performance* tanto da economia quanto das empresas.

Comentemos primeiramente Penrose (1959), que constrói uma concepção de firma que analisa objetivos, hierarquia, crescimento, fusões, aquisições e diversificação. Embora fique claro 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. Penrose considera que outros objetivos, como o crescimento de vendas ou segurança, podem ser abarcados pelo objetivo mais amplo do crescimento. A expressão “máximos” associada aos lucros não tem a conotação matemática de “ótimo”, o que exclui a autora das abordagens de eficiência alocativa. A firma reúne e combina recursos, mas esta função contrasta com a firma neoclássica porque não há relação biunívoca entre um recurso e os serviços que dele se podem obter. Estes dependem do ambiente (da firma) em que os recursos são utilizados, com especial importância para os conhecimentos aplicados

ao seu emprego. Cada firma encerra experiências e conhecimentos acumulados ao longo de sua existência, um legado que faz dela um exemplar único, resultante de sua trajetória específica, dos problemas que enfrenta, das estratégias e soluções que escolhe. Os conhecimentos necessários para a atividade da firma são em parte tácitos, intrínsecos à forma própria de sua atividade, de modo que os recursos humanos que dela participam os adquirem pela experiência comum. Esta proporciona à atividade da firma o caráter de trabalho de equipe. A própria elaboração de estratégias depende da avaliação dos membros da firma e, conseqüentemente, de sua experiência passada e conjunta. Tudo isto em um ambiente hierárquico, onde os recursos humanos se distinguem como participantes de uma organização hierárquica de divisão do trabalho. Os gerentes distribuem-se ao longo de uma hierarquia onde não são valorizados os conflitos nem os auto-interesses dos participantes da organização, mas somente a divisão do trabalho e as relações de cooperação.

Importante para a presente discussão é o fato de que Penrose não ressalta 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 a 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. A autora reproduz a qualificação de dividendos proposta por Boulding (1950, p. 113): “destruição de ativos líquidos (...) um ato mais ou menos voluntário de consumo (...) porque deveria a firma alguma vez executar tal ato?” (PENROSE, 1959, p. 27n). Concluindo: os 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.

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

Marris¹² 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.¹³ Con-

siderando que crescimento a qualquer preço pode trazer riscos, a segurança é adicionalmente introduzida como necessidade de evitar decisões que possam provocar falência ou *take-overs*. 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, característicos dos “gerentes-proprietários”, sejam parcialmente trocados por outros da função utilidade do gerente corporativo.

Nessa época, constituiu-se, em torno do ponto explorado por Marris, toda uma família de diferentes contribuições. Baumol (1958) 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, ed. original de 1975) apresentou uma teoria de lucros em que as fontes alternativas para o financiamento do crescimento da firma (lucros retidos, empréstimos bancários e mercado acionário) não apresentam a mesma acessibilidade, em razão do limite ao grau de endividamento da firma 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, e o acesso aos demais é dado pelo crescimento do capital próprio. Contribui para isto a imperfeição do mercado de capitais em sua capacidade de processar informações, que transforma em sinais de caráter particular as decisões financeiras da firma acerca de suas estratégias de financiamento de investimentos e de distribuição de dividendos. Recorrer com frequência ao mercado acionário ou mudar a política de dividendos sinalizam negativamente e prejudicam a imagem da empresa no mercado acionário, causando queda no valor das ações, independentemente da qualidade lucrativa do projeto de investimento que postula financiamento. Dessa forma, a firma deve manter uma política estável de dividendos, não atrelada aos lucros, porque elevar os dividendos em um ano bom pode implicar baixá-los no ano seguinte e emitir assim sinais que seriam processados de forma negativa pelo mercado. O mesmo para o recurso a emissões, que não devem ser frequentes porque indicariam que a firma não tem solidez para contar com recursos gerados internamente; assim, tais medidas devem ser justificadas em seu aspecto extraordinário, não rotineiro.

Para resumir o ponto de vista dos gerencialistas, seguem cinco observações:

1) Predomina o otimismo 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 e cresce. Nessa perspectiva, conforme ela se apresenta em meados do século XX, a relação com os mercados de capitais deve ser tal que não sinalize erradamente e não cause problemas como risco de *takeover* por outro grupo econômico. O acionista merece, sob este enfoque, pouca atenção.

2) Não há, em geral, 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 otimização e eficiência. Esta afirmação está respaldada pelo tom geral das exposições, nas quais os gerentes não são apresentados como expropriadores dos acionistas, e pela não-teorização ou modelagem do que seria o ótimo e das razões pelas quais se fica abaixo dele. Não há tal lamento no grupo de autores dessa época. Assim, Penrose pensa nos objetivos sob forma de maximização dos lucros a longo prazo, o que equivale a crescimento, não tendo qualquer relação com a noção matemática de ótimo. A exceção a este ponto é Baumol, cujo modelo apresenta a firma como entidade que vende uma quantidade maior (a preço menor) do que aquela que maximizaria os lucros. Em grau limitado, Marris é também exceção por mencionar a folga, proporcionada pelo oligopólio, que permite relaxar o caráter compulsório da maximização dos lucros, característica da concorrência perfeita.

3) De forma geral, a tônica dos trabalhos do período é o crescimento da empresa. Os trabalhos podem variar mais ou menos no que se refere ao papel e aos 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 a sua discussão apenas se inicia. De uma forma ou de outra, o que está retratado é um agente que acumula recursos, capital, poderio financeiro.

4) Entre as duas classes da dicotomia oferecida na primeira seção, as contribuições desta seção revistas até este ponto devem ser associadas à perspectiva de crescimento e acumulação. Marshall, anterior ao grupo

de autores aqui retratado, e Penrose são uma expressão *avant la lettre* da concepção contemporânea de capacitações organizacionais. Nestes autores o crescimento acumula não só elementos físicos e financeiros como ativos intangíveis, mas também diversas formas de conhecimento e clientela. Dentro da moderna perspectiva de capacitações organizacionais, a coordenação e integração das várias capacitações é objeto de consideração primordial.¹⁴

5) É a época do elogio da grande corporação capitalista norte-americana na sua hegemonia; sua pujança se revela na história e na teoria através de seu potencial de crescimento, dado pela capacidade de gerar e reter lucros.

Prosseguindo com novas contribuições no mesmo período, 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.¹⁵ A proposição dos autores dessa escola 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 associada a uma variedade de áreas como produção, comercialização, ciência e tecnologia, financeira etc., cada uma integrando problemas, sub-coalizões 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 dos quais voltado a objetivos próprios; a teoria propõe processos pelos quais os objetivos individuais 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. E também em contraste com as contribuições gerencialistas, nas quais o *teamwork* e a hierarquia não operam em contexto de objetivos individuais que precisem ser compatibilizados, ou porque os aspectos cooperativos são os

ênfatisados (PENROSE) ou porque prevalecem os objetivos individuais da gerência (MARRIS).

Nas contribuições behavioristas, em vez da escolha maximizadora da concepção neoclássica, caracterizada como antecipação, o elemento teórico dominante são os processos de reação a resultados obtidos, em que se insere também a produção de regras que refletem experiências passadas. Neste contexto, a idéia simoniana de *satisficing* é empregada em associação a metas determinadas, 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, vista nas primeiras versões como desperdício e mais tarde como reservatório de eficiências não empregadas, de que se origina igualmente a descoberta de novas alternativas. Além dessas duas formas de busca (orientada por problemas e caracterizada pela “folga”), é também apontada a influência pelos sucessos e fracassos de outras organizações na qualidade de “soluções procurando por problemas”.

O conflito entre indivíduos e grupos que agem de forma auto-interessada, com suas próprias versões de informações e suas tentativas de impor suas visões e objetivos, resolve-se através do amortecimento trazido por três características da vida organizacional: 1) departamentalização e organização hierárquica, que restringem a audiência presente em processos de decisão específicos; 2) escassez de tempo e energia, que impedem a todos de estar presentes a tudo, de modo que decisões e reações corretivas sejam seqüenciais 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, sempre de forma seqüencial, até o retorno ao ponto inicial. Inconsistências são toleradas, há atividades e esforços duplicados, mas os conflitos são isolados.

Esta abordagem procura compreender o funcionamento das organizações, razão pela qual contrasta com o emprego de metodologia hipotético-dedutiva, característica da microeconomia e das abordagens alocativas. Ela apresenta problemas para sua classificação nos termos da dicotomia delineada no início deste artigo: não se enquadra na abordagem acumulativa, por não conter explicitamente orientação e conceitos

característicos da linha; e se enquadra, por outro lado, na abordagem alocativa como sua negação – em vez de discutir axiomáticamente a eficiência alocativa e disto retirar critérios normativos pela distância identificada 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 corporação-coalizão. Percebe-se assim que a tônica desta abordagem não é a eficiência, mas o processamento de diferenças e a solução de conflitos. Privilegia-se, desta forma, a estabilidade da organização como fator de desempenho; a coordenação é solução de viabilidade e não de eficiência; o *slack* é parte integrante da viabilidade.

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

Nas últimas décadas desenvolveram-se novas perspectivas teóricas da firma. Entre elas, iremos aqui explorar a perspectiva que aplica o problema de agência à separação de propriedade e controle da firma. Esta perspectiva está historicamente relacionada aos acontecimentos que deram início às transformações nos mercados financeiros e corporativos a partir do final da década de 1970.¹⁶

A perspectiva do agente-principal aprofunda elementos já anteriormente presentes na literatura, trazendo-os para o foco da análise. 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 *portfólio*, reduzindo os riscos representados por uma aplicação individual – a ação da firma. Os gerentes, por sua vez, não podem diversificar os riscos da mesma forma, já que a empresa (assim como os próprios gerentes) é específica em ativos e conhecimentos; por essa razão, tendem eles a procurar reduzi-los segundo métodos não condizentes com os interesses dos acionistas. Estes métodos englobam a retenção de lucros, o diferimento de aumentos de dividendos para amortecer adversidades imprevistas, o crescimento da firma com projetos que não primam pela rentabilidade, mas geram prestígio pelo aumento do tamanho das vendas e da empresa; e a diversificação, que, além de fazer variar o risco por si só, propor-

ciona mais espaço para as carreiras gerenciais. Haveria ainda a prática de obter inclusão de cláusulas contratuais que garantem benefícios substanciais em caso de demissão do 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 como solução de problemas de *performance* empresarial da sociedade anônima. Várias figuras da prática dos mercados já anteriormente levantadas na literatura¹⁷ tomam parte na discussão: funcionamento do mercado de controle corporativo, investidas de *take-over*, decisões e sinalizações que afetam o valor das ações nos mercados.

As possibilidades de alinhamento de interesses teoricamente propostas e empiricamente estudadas estão 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 *take-over*); contratos de remuneração de gerentes desenhados como incentivos e, por último, substituição de ações por dívida. Não é escolha deste artigo analisar estas possibilidades.¹⁸ Será dado destaque a proposições que expõem a natureza histórico-teórica do objeto de estudo.

Na perspectiva da agência, o período de intensa conglomeração e declínio no desempenho corporativo dos anos 1960 e 1970 nos Estados Unidos é usado como evidência de que os recursos das empresas são desperdiçados pelos gerentes em diversificações que representam má alocação de recursos. Já a recuperação da liderança das empresas norte-americanas na década de 1990 é utilizada como evidência de acerto das reformas internas às empresas, conduzidas a partir dos anos 1980 em linha com a perspectiva de “maximização do valor do acionista”, rótulo conhecido dessa escola e que bem exprime seu teor nas reformas que coadunam os interesses de gerentes aos dos acionistas. A avaliação é 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 ao atrelamento da remuneração dos gerentes ao desempenho da empresa, ensejou uma correção do foco da atividade das firmas, melhorando seu desempenho.

A esta altura cabe aprofundar a narrativa dos fatos por efeito dos quais¹⁹ a corporação norte-americana, conforme se apresentava em meados do século XX e cuja imagem teórica é retratada acima, foi colocada em questão e veio a se tornar objeto de reformas; serão introduzidos os argumentos da perspectiva da agência no interior da narrativa, dentro do contexto histórico.

A crise da economia norte-americana nos anos 1970, caracterizada pela estagflação no plano agregado e pela perda de competitividade internacional de suas empresas no plano microeconômico,²⁰ foi o ambiente que gerou mudanças tanto na política econômica quanto no interior das empresas e nos mercados acionários.

Detalhando o diagnóstico microeconômico, os anos 1960 teriam apresentado o fenômeno de conglomeração, alvo crítico da chamada teoria da agência. A conglomeração esteve associada a uma concepção de firma segundo a qual a aplicação de técnicas de gerenciamento a uma combinação de negócios heterogêneos seria favorecida por sinergias econômicas. Assim, a firma conglomerada seria um conjunto de ativos – um *portfolio* de ativos com diferentes linhas de produtos – do qual os gerentes disporiam e rearranjariam pela compra e venda de unidades. A idéia era tripartida: suavizar ciclos pela diversificação, gerir os ativos do *portfolio* empregando modernas técnicas de gestão, informação e acesso a mercados financeiros, e acompanhar o desempenho dos investimentos fazendo aquisições e vendas. O desempenho dos conglomerados foi notoriamente ruim,²¹ tornando-os assim parte das explicações do declínio norte-americano na década de 1970.

É preciso diferenciar a concepção dos conglomerados de outras concepções de firma como as de Penrose e de Alfred Chandler, implícita ou explicitamente entusiastas da corporação norte-americana e de sua diversificação. Os conglomerados combinaram ativos de negócios heterogêneos, cada qual requerendo um conjunto próprio de habilidades e conhecimentos, de forma que as sinergias alcançáveis se referiam mais a financiamento do que a gerenciamento produtivo. Esses conglomerados chegaram a ser compreendidos por Clifton (1977) como parte de uma nova fase do capitalismo, na qual a capacidade de uma empresa de penetrar em qualquer ramo da atividade econômica permitiria falar em concorrência perfeita. Contrariamente e conforme visto anteriormente, Penrose (1959), em seu capítulo de diversificação, propõe ex-

pressamente que o crescimento por diversificação não contradiz o princípio de especialização e produtividade de Adam Smith, porque seria orientado para setores em que a firma aproveitaria qualificações já desenvolvidas, como ocorre, por exemplo, com as diversificações promovidas dentro de uma mesma base técnica e/ou dentro da mesma área de comercialização, restrição não levada em conta na conglomeração. Por sua vez, no último capítulo de *Scale and scope*, Chandler (1990) avalia criticamente os conglomerados como arranjos de natureza financeira e não empresarial.

De qualquer forma, as duas concepções de firma – corporação ou conglomerado – cederam lugar a uma concepção de firma mais enxuta, envolvendo processos e princípios que apontam na direção de transformação da gestão, das relações com trabalhadores e fornecedores. Expressões como “terceirização”, *downsizing* e “maximização do valor do acionista” fazem parte da nova concepção de gestão. Na raiz da transformação esteve o desenvolvimento do mercado de controle corporativo.

A época de grande transformação do mercado de controle corporativo iniciou operando os chamados *leveraged-buyouts* (LBOs) no final dos anos 1970,²² favorecidos por mudanças institucionais e legais do mercado financeiro, como a suspensão das restrições legais à aplicação de recursos de fundos mútuos, fundos de pensão e companhias seguradoras. Desse modo, novos investidores emergiram no mercado acionário – os chamados investidores institucionais. Uma primeira fase visou à aquisição de empresas de pequeno porte de proprietários-gerentes, que as teriam vendido para se aposentarem, e subsidiárias vendidas por corporações maiores em virtude de seu desempenho decepcionante. Mais importante é a segunda fase, iniciada em meados dos anos 1980, que testemunhou a consecução de megafusões, como a aquisição da Nabisco em 1989.

A reestruturação da propriedade tinha por objetivo a melhoria do desempenho das firmas compradas. O rearranjo concentrou a propriedade de empresas nas mãos de sócios atuantes e gerentes, com outros investidores participando principalmente na qualidade de credores. Dessa forma, sócios monitoradores e gerentes interessados no valor das ações estariam sintonizados corretamente em termos de incentivos; a operação de aquisição se financiava pela larga emissão de dívida, parte garantida por ativos tangíveis da firma e detida por bancos comerciais, parte

lançada sob a forma de debêntures subordinadas, adquiridas por companhias seguradoras, fundos mútuos e de pensão, e associações de poupança e empréstimo.

No plano da política econômica, foram estimuladas as fusões através da alteração das *guidelines* e atenuação das leis antitrustes; ademais, foi reduzido o imposto de renda das pessoas jurídicas com o objetivo de estimular o investimento privado, e foram desregulamentados os mercados de produtos e de trabalho como forma de combater a inflação. Como resultado, vários grupos econômicos foram alvo de investidas, com o seu conseqüente desmembramento e reorganização em novas fusões com a colocação no controle de gerentes dispostos a vender ativos e despedir empregados a fim de cumprir as exigências financeiras da nova concepção do que vem a ser a boa gestão empresarial.

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 do processo de redução do tamanho das empresas. Além de alterar a política de 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, essas práticas tiveram o objetivo e o efeito de aumentar o valor das ações. A tônica geral resume a essência da “maximização do valor do acionista” e pode ser definida como “diminuir e distribuir”, opondo-se à prática histórica das grandes corporações teorizada por autores como Penrose, que, por sua vez, pode ser definida como “reter e crescer”.²³

A reestruturação da gestão empresarial conta com redução e reconfiguração da outrora poderosa área de recursos humanos, e a ascensão da área financeira, juntamente com o surgimento do cargo de *chief financial officer*. O objetivo tanto teórico quanto prático das operações financeiras que tiveram lugar a partir do final dos anos 1970 seria então o de “libertar o fluxo de caixa das empresas”, libertar os lucros retidos que seriam mais bem 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 realiza, ou há perda do controle. Com base nisto, é possível argumentar que a avaliação de desempenho tanto por analistas quanto pelo mercado prioriza

a adesão aos princípios da boa gestão vigentes. A não-adesão a estes princípios, negativamente avaliada pelo mercado financeiro, provoca queda no valor das ações e obriga à reestruturação ou traz a perda de controle.

A perspectiva da agência é defendida por Jensen (2000) como sendo benéfica para toda a sociedade. Para efeito de contraste, o autor propõe que uma perspectiva rival – a *stakeholder theory* – é equivocada porque, não indicando a solução de conflitos entre os diferentes interesses nem, portanto, os princípios que devem nortear a tomada de decisões liberaria os gerentes para que eles, sem ser responsáveis frente a ninguém, seguissem à vontade 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 a diretriz do método capaz de plasmar o melhor arranjo institucional. A idéia é que os direitos de controle devem ser de quem (o que equivale a “o controle deve ser orientado em benefício daqueles que”) suporta os riscos – caso contrário, “é como jogar pôquer com o dinheiro dos outros”. Com a maximização de lucros – ou do valor do acionista, sua versão 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,²⁴ que, de resto, também é valorizada por consumidores, trabalhadores e fornecedores. Ademais, estes também podem assumir os riscos e o controle se assim quiserem, comprando ações.

Estas proposições são, para Jensen, comprovadas com a seguinte evidência histórica: quando, nos EUA, leis e regulamentos da época da grande depressão davam excesso de poder aos gerentes à custa dos interesses dos proprietários, eles eliminaram os controles da 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 1970, tais controles foram restituídos, e as empresas recuperaram seu desempenho vigoroso nos anos 1990.

Com relação aos custos sociais das últimas duas décadas, com fechamento de plantas e perda líquida de postos de trabalho, Jensen argu-

menta que a situação anterior era de sobreinvestimento e sobreemprego com ineficiência, associados a falhas 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 1980 e o *downsizing* não seriam diferentes da racionalização do final do século XIX, em que ondas de trustificação 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 os efeitos da mudança tecnológica, da redução de custos e de 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, o correspondente da falência da firma familiar é a reestruturação operada pelo mercado de capitais.

As últimas observações são marcantes porque fazem referência à maneira desequilibrada pela qual se desenvolvem as economias capitalistas. Note-se que a explicação da perspectiva da agência tem na eficiência o princípio normativo de julgamento; e, nesta perspectiva, eficiência se obtém quando os problemas de agência são resolvidos.

5. Uma análise a título de conclusão

Este artigo procurou oferecer uma proposta dicotômica de classificação das teorias da firma, enquadrando as teorias concebidas para tratar de corporações na classificação de abordagens centradas no crescimento (acumulativas) e na eficiência (alocativas). Além desse enquadramento, e com seu auxílio, é possível tecer alguns comentários críticos sobre perspectivas alternativas para a compreensão da firma contemporânea. O que se segue é um primeiro esboço.

As abordagens de meados do século XX não fazem do problema de agência (mesmo as que o reconhecem) a tônica da análise. No caso dos

gerencialistas, a classificação na dicotomia aqui proposta é clara e imediata: a abordagem centra-se no crescimento, que vem não só da acumulação financeira, como também da acumulação de capacitações. No caso dos behavioristas, a classificação não se faz de maneira imediata; a busca de realismo, a introdução da idéia de *satisficing* no lugar de *maximizing* e a ênfase na coordenação e solução de conflitos poderia sugerir a classificação na categoria alocativa; é possível, no entanto, enfatizar o caráter crítico da abordagem behaviorista em relação à abordagem alocativa tradicional em seu aspecto hipotético-dedutivo e ideal.²⁵

A abordagem do último quartel do século XX que coloca o problema de agência no centro da análise reproduz o procedimento ortodoxo de utilizar a racionalidade maximizadora (no caso, de lucros) e a guia representada pela eficiência como princípios de análise; é verdade que são introduzidas instituições, pois a firma tem reconhecidamente um desenho organizacional; 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 por gerentes cujos interesses não seguem de par com os dos proprietários do capital.

Na tentativa de enquadrar essas teorias em categorias metodológicas, é possível apontar que a abordagem da agência mantém o caráter dedutivo e o uso normativo presente na teoria neoclássica da firma, e que marca não só a linha de eficiência como de resto o próprio *mainstream* da teoria econômica. A teoria da agência parte do princípio da racionalidade individual maximizadora para atribuir eficiência ou ineficiência ao alinhamento ou desalinhamento dos interesses que substituíram o gerente-proprietário do século XIX a partir da separação de propriedade e controle. A idéia de que “é fácil jogar pôquer com o dinheiro dos outros” sugere que riscos e controle devem andar juntos, ou seja, que gerentes devem agir em nome de e para os interesses dos acionistas, procurando revitalizar o que teria sido perdido com a corporação, ou seja, a maximização de lucros do proprietário do capital.

Uma crítica a este diagnóstico da teoria da agência feito a partir das diferenças entre os interesses de gerentes e acionistas pode incidir sobre a alegada diferença quanto às possibilidades de o agente e o principal diversificarem riscos. Se o problema é a especificidade dos conhecimentos e equipamentos da firma, podemos afirmar que o proprietário ge-

rente característico do capitalismo de firmas familiares padece da mesma dificuldade em diversificar os riscos que os gerentes. O problema não poderia então ser atribuído à perda de motivação que resultou historicamente da separação de propriedade e controle, estruturada em torno de diferenças de interesses individuais, pois não é correto equiparar, por analogia, a maximização de lucros do antigo gerente-proprietário e a do acionista da corporação. Como conseqüência, a questão envolve os acionistas como agentes específicos e não genericamente como proprietários do capital. Esta perspectiva requer uma investigação específica do capitalismo contemporâneo, pois a simples oposição antiga de capital e trabalho como capitalistas e trabalhadores tornou-se mais complexa. Também é preciso lembrar que, pelo menos nos EUA, a parcela da população que se torna acionista é cada vez maior, o que traz significativas conseqüências para a percepção de grupos sociais sobre quais são as boas práticas de gestão. Aqui fica a sugestão de que estas questões sejam encaminhadas através de um estudo de sociologia econômica como o proposto por Roy (2001, p. 307), para quem “a corporação bifurcou o capital industrial em dois segmentos, um empresarial, baseado em capital individual atomizado, e um corporativo, baseado em capital coletivo e socializado”. O problema requer, portanto, um estudo histórico com a perspectiva de sociologia econômica.

Por outro lado, é mais difícil enquadrar metodologicamente a linha identificada como crescimento ou acumulação. Muitas teorias que não são puramente dedutivas prosseguem apresentando laços dedutivos em sua construção, entremeados de observações indutivas. De forma geral, é possível entender as teorias behavioristas e gerencialistas como contribuições em busca de maior realismo. De um modo ou de outro, a busca de realismo as vinculou a características institucionais e organizacionais, com maior conteúdo indutivo, sem que o realismo se limite a pressupostos de base aplicados a longas cadeias dedutivas. Assim, por exemplo, otimização não é um suposto de comportamento, e dá lugar à tentativa de observar/postular objetivos mais realistas dos gerentes; da mesma forma, indução não significa ausência de interpretação, e sugerimos aqui que seja utilizada a adução;²⁶ e, dado que, como quer Penrose, o analista está livre para escolher o aspecto da firma a discutir e teorizar, vários caminhos são possíveis. Percebemos que do lado dos que rejeitam a dedução a partir da maximização individual como objetivo da firma, o

uso da adução aponta quase sempre para o crescimento da firma como seu objetivo.²⁷ Hierarquia, cooperação, resolução de conflitos, capacidades, incerteza são peças às quais se atribuem formas e encaixes em formulações heterodoxas, cujas diferenças as tornam alternativas complementares e não mutuamente exclusivas.

Uma segunda consideração crítica pode ser dirigida à abordagem da agência: embora o progresso técnico recente faça parte do ambiente no qual se desenvolve a perspectiva da agência e seja mesmo por ela valorizado, esta perspectiva não apresenta elementos teóricos para que se possa avaliar de que forma decisões maximizadoras são tomadas quando mudança e progresso técnico estão presentes, como é o caso da atualidade e do passado recente. Como tratar eficiência em uma conjuntura de mudança, eis algo que ainda está por sistematizar. A idéia de eficiência em contexto de mudança é necessariamente distinta daquela da análise estática que deu prestígio ao conceito desde os primórdios da teoria da firma neoclássica, e, por isso, precisa ser especificada e diferenciada em suas qualidades teóricas inferiores do ponto de vista da otimização.

Uma terceira crítica à abordagem da agência é de natureza empírica e foi levantada por Fligstein e Taek-Jin (2005): não há evidência suficiente de que o desempenho da economia norte-americana reverteu-se devido às práticas corporativas, já que empresas de setores antes ameaçados por competição estrangeira, que passaram por reestruturação, não recuperaram sua supremacia frente à competição internacional, como seria esperado. Mesmo porque o desempenho dos setores transformados não reflete alteração de desempenho.

A existência das duas diferentes abordagens remete à problemática de arranjos institucionais como soluções históricas ou como soluções ótimas, estas últimas então de natureza dedutiva. Seja qual for teoria a defender, é saudável perceber que 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, pela pretensão de oferecer um registro teórico definitivo de como funciona a realidade. Dentro da perspectiva das ciências sociais, é melhor levar em conta que as concepções dos homens acerca de fenômenos (tanto de cientistas como de agentes) são conjecturas propostas, aperfeiçoadas, abandonadas. E que, no terreno das ciên-

cias sociais, concepções teóricas participam não só da interpretação como também da construção do mundo social. O tema deste trabalho é um estudo das concepções de firma que passaram da teoria para o mercado e influenciaram – e ainda influenciam – na construção social através da concepção da boa gestão.

Em relação a este ponto, a abordagem do crescimento das firmas apresenta a vantagem de fazer notar que inovação e arranjos institucionais e organizacionais específicos são mais bem compreendidos em uma teoria que os vê como elementos históricos do que como elementos de escolha individual racional. Erros e acertos são julgados pela história e não por dedução.

Notas

- ¹ Este artigo é uma versão revista e expandida do trabalho apresentado no congresso da ABPHE em 2005 e no Congresso da SEP em 2006.
- ² Assim, o fenômeno da sociedade anônima 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. Mas sua difusão ampla como forma jurídica acontece a partir de sua adoção pela indústria americana na virada do século XIX para o XX, e é a discussão deste último século que dá origem ao artigo.
- ³ Esta nota tem o objetivo de fazer algumas considerações sobre o termo governança corporativa. De forma geral, governança tem o sentido de análise do bom uso dos recursos do ponto de vista daqueles que são governados ou em nome de quem se governa. Inclui a análise dos direitos de decisão e de sua responsabilidade. Assim, o sentido mais geral de governança definido no trabalho de Williamson e empregado na temática desenvolvida neste artigo não diferem. O que faz com que o uso da definição de Williamson seja até certo ponto específico é, como o próprio autor aponta (WILLIAMSON, 1988), o fato de sua análise desenvolver-se em torno de custos de transação, envolvendo lei e teoria da organização. A firma de Williamson é uma estrutura de governança, no sentido de que é uma construção organizacional, analisada em termos de custos de transação. Em meu artigo, o termo “governança” vem acompanhado da expressão “corporativa”. Sendo assim, refere-se especificamente à governança de corporações, uma forma específica de firma. O problema desta forma específica, discutido desde Marshall e notório desde Berle e Means é o da separação de propriedade e controle, com as conseqüências analisadas sobre a eficiência da gestão. Não me preocupei com questões conceituais mais finas devido ao uso freqüente e não controverso do termo, ainda que admita variações de definição em torno da mesma idéia geral. Assim, por exemplo, uma discussão de governança pode concentrar-se nos efeitos de diferentes padrões de propriedade de corporações, a exemplo de questão “propriedade concentrada em bancos ou famílias” *versus* “propriedade dispersa”.

- ⁴ Uma seção dedicada a este autor se justifica não só nestes termos, como também pela influência que ele exerce sobre o autor deste artigo.
- ⁵ Em trabalho anterior (KERSTENETZKY, 1995 e 2000), 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; assim, eles são mencionados e classificados nesta seção ao longo de exposição de cada uma das duas classes. A explicação mais detalhada do pensamento dos autores e da classificação está publicada nos trabalhos acima referidos. A exceção fica por conta de Marshall, que é aqui revisitado, por seu tratamento específico das sociedades anônimas e pelo motivo mencionado na nota anterior.
- ⁶ A conhecida diferenciação de Herbert Simon entre racionalidade substantiva e procedimental se aplica à distinção das duas abordagens.
- ⁷ Ver Kerstenetzky (2004) para detalhes da visão marshalliana da atividade empresarial.
- ⁸ Seria possível desenvolver a exposição de Marshall mostrando de forma mais exaustiva como ele combina tratamentos característicos das duas linhas de investigação identificadas na primeira seção deste artigo. No entanto, não são aqui desenvolvidos os aspectos do trabalho de Marshall na linha de alocação e formação de preços representados pela análise de equilíbrio parcial, cuja elaboração tem como agente a firma representativa. Uma exposição mais exaustiva dos vários aspectos e de sua interconexão requereria um artigo inteiro.
- ⁹ Como nos trechos em que Marshall propõe que o empresário escolhe entre técnicas alternativas.
- ¹⁰ Cumpre 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 sobre a 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).
- ¹¹ Observe-se que, 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.
- ¹² Ver, por exemplo, Marris (1963).
- ¹³ Marris aqui se apóia nos trabalhos de Gordon (1961), Dorfman (1960) e outros.
- ¹⁴ Ver a esse respeito Prahalad e Hamel (1997).
- ¹⁵ A corrente tem como seus expoentes Herbert Simon, James March e Richard Cyert. As principais referências podem ser vistas em March (1988).
- ¹⁶ Aqui algumas referências são Jensen e Meckling (1976), Jensen e Fama, (1983), Scharfstein (1988). A obra de Jensen é aqui escolhida para representar a perspectiva da agência, na qualidade de proposição seminal, mantida em sua pureza e coerência desde sua primeira formulação até o presente. Tais qualidades podem ser constatadas nos dois livros que reúnem escritos de décadas de contribuição, Jensen (1998) e Jensen (2000). Um exemplar de divulgação com cores fortes é o de MacAvoy e Millstein (2003), escolhido como um dos melhores livros de 2003 pelo *The Economist*.

- ¹⁷ Note-se que foram ao menos mencionadas anteriormente neste artigo, na exposição de teorias de meados do século.
- ¹⁸ Isto foi feito de forma rigorosa por Aldrighi (2003) para a economia norte-americana. Ver também MacAvoy e Millstein (2003) para uma defesa apaixonada da governança corporativa no que se refere à atuação do conselho de administração.
- ¹⁹ Não estou de forma alguma querendo dizer que é possível contar a história tal como ocorreu, o que seria um erro metodológico grosseiro. A perspectiva aqui empregada recorreu à narrativa de fontes assumidamente críticas da defesa da governança corporativa como maximização do valor do acionista: Lazonick e O'Sullivan (2000), Fligstein e Shin (2005) e Jacoby (2005). Mas foi também empregada uma fonte de história empresarial, Baskin & Miranti (1997), que se caracteriza por exame mais pormenorizado dos fatos e interpretação orientada não para a crítica da perspectiva de Jensen, mas para a discussão de modelos da teoria das finanças. 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.
- ²⁰ Chamou particularmente a atenção a perda de competitividade frente às empresas japonesas.
- ²¹ Ver Baskin e Miranti (1997, cap. 7).
- ²² Uma boa narrativa da onda de LBOs se encontra em Baskin e Miranti (1997).
- ²³ As expressões são de Lazonick e O'Sullivan (2000).
- ²⁴ Jensen faz a ressalva em relação a monopólios e externalidades.
- ²⁵ Aqui cabe mencionar a interessante proposição de um parecerista anônimo, que sugere que a dicotomia poderia transformar-se em uma classificação, recebendo uma dimensão adicional em termos de cooperação e conflito. A exploração desta proposição, dada sua riqueza e complexidade, fica para um próximo artigo.
- ²⁶ Ver Blaug (1993), p. 54.
- ²⁷ Ou mesmo como sobrevivência em primeiro lugar, e depois crescimento. Ver Robinson (1953, p. 582).

The nature of the contemporary firm: corporate governance in the light of the history of the economic thought

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 efficiency and growth. It then examines some 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.

Keywords – corporation; corporate governance; theory of the firm

Referências bibliográficas

- ALDRIGHI, D.M. The mechanisms of corporate governance in the United States: an assessment. *Revista Brasileira de Economia*, v.57, n.3, p. 469-513, jul-set, 2003 .
- BASKIN, J.B.; MIRANTI, P.J. *A history of corporate finance*. Cambridge University Press, 1997.
- BAUMOL, W.J. On the theory of oligopoly. *Economica*, v.25, 1958.
- BLAUG, M. *Metodologia da Economia. Ou como os economistas explicam*. São Paulo: Edusp, 1993.
- BERLE, A.A.; MEANS, G.C. *The Modern Corporation and Private Property*. Nova York: Harcourt, Brace & World, 1968. Primeira edição, 1932.
- BOULDING, K.E. *A Reconstruction of Economics*. Nova York: Wiley, 1950.
- CHANDLER, A. D. *Scale and scope: the dynamics of industrial capitalism*. Cambridge: Belknap P. of Harvard U.P, 1990.
- CLIFTON, J.A. Competition and the evolution of the capitalist mode of production. *Cambridge Journal of Economics*, v.1, p.137-51, 1977.
- COASE, R.N. A natureza da firma. *Economica* v. 4, 1937.
- DANTAS, A.; KERSTENETZKY, J.; PROCHNIK, V. Empresas, indústria e mercados. In: KUPFER, D.; HASENCLEVER, L. (ed.), *Economia Industrial*. Rio de Janeiro: Campus, 2002.
- DORFMAN, R. Operations research. *American Economic Review*, v. 50, 1960. Citado em Marris (1963).
- FLIGSTEIN, N.; SHIN, Taek-Jin. Shareholder Value and Changes in American Industries, 1984-2000. *Institute of Industrial Relations. Institute of Industrial Relations Working Paper Series*. Paper iirwps-115-05, 2005. Disponível em: <http://repositories.cdlib.org/iir/iirwps/iirwps-115-05>
- GORDON, R. A. *Business leadership in the large corporation*. Brookings, 1961. Primeira edição de 1945. Citado em Marris (1963).
- JACOBY, S.M. *The Embedded corporation*. Princeton and Oxford: Princeton U.P., 2005

JENSEN, M. *A theory of the firm. Governance, residual claims and organizational forms*. Cambridge, Mass: Harvard U.P., 2000.

JENSEN, M. *Foundations of organizational strategy*. Cambridge, Mass: Harvard U.P., 1998.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v.3, p. 305-60, 1976.

JENSEN, M.; FAMA, E. Separation of ownership and control. *Journal of law and Economics*, v. 26, n. 2, p. 301-25, 1983.

KERSTENETZKY, J. A natureza da firma. *Arché*, v. 4, n. 11, p. 47-78, 1995.

KERSTENETZKY, J. Teorias da firma: uma análise comparativa. In: DANTAS, A.T.; KERSTENETZKY, J. *Empresas, mercado e concorrência*. Rio de Janeiro: Contracapa, 2000.

KERSTENETZKY, J. Organização empresarial em Alfred Marshall. *Estudos Econômicos*, v. 34, n. 2, p. 369-392, abr-jun., 2004.

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

MACAVOY, P.W.; MILLSTEIN, I.M. *The recurrent crisis in corporate governance*. Stanford: Stanford Business Books, 2004. Publicação original, Palgrave Macmillan, 2003.

MARCH, J.G. Introduction: a chronicle of speculations about organizational decision-making. In: MARCH, J. G. *Decisions and Organizations*, Oxford/ Nova York: Blackwell, 1988.

MARRIS, R. A model of the managerial enterprise. *Quarterly Journal of Economics*, v.77, p. 185-209, 1963.

MARSHALL, Alfred. *Principles of Economics*. Londres: Macmillan, 8a. edição, 1920.

MARSHALL, Alfred. *Industry and Trade. A study of industrial technique and business organization; and of their influences on the conditions of various classes and nations*. Londres: Macmillan, 1919.

PRAHALAD, C.K.; HAMEL, G. 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, p. 235- 56, 1997.

PENROSE, E.T. *The theory of the growth of the firm*. Oxford: Basil Blackwell, 1980. Primeira edição de 1959.

ROBINSON, J. Imperfect competition revisited. *The Economic Journal*, v. 63 n. 251, p. 579-593, 1953.

ROY, W.G. Functional and Historical logics in explaining the rise of the American industrial corporation. In: GRANOVETTER, M.; SWEDBERG, R. *The sociology of economic life*. Boulder, Colorado: Westview Press, 2001, segunda edição. Originalmente publicado em *Comparative Social Research*, v. 12, p. 19-44, 1990.

SCHARFSTEIN, D. The disciplinary role of takeovers. *Review of economic studies*, 55, p. 185-99, 1988.

WILLIAMSON, O.E. Corporate Finance and Corporate Governance. *The Journal of Finance*, v. 43, n. 3, p. 567-591, 1988.

WOOD, A. *Uma teoria de lucros*. São Paulo: Paz e Terra, 1980. Edição original em inglês, 1975.

*Recebido para publicação em março de 2007.
Aprovado para publicação em outubro de 2007.*