

# A NATUREZA DA FIRMA CONTEMPORÂNEA E O PROBLEMA DA SEPARAÇÃO DE PROPRIEDADE E CONTROLE DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

Jaques Kerstenetzky<sup>1</sup>

As sociedades anônimas sempre despertaram manifestações críticas, podendo já encontrar 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.

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 são proprietários apenas de parte negligenciável dele.

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 seção 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 abordagens, que serão chamadas de acumulativa e alocativa; a segunda seção detalha a discussão de Alfred Marshall, apontando a presença neste autor de elementos presentes em contribuições das duas perspectivas do tratamento contemporâneo do tema, mostrando como as duas se harmonizam naquele autor;<sup>2</sup> a terceira e a quarta seções tratam especificamente da firma organizada sob a forma de sociedade

---

<sup>1</sup> Professor Adjunto do Instituto de Economia da UFRJ.

<sup>2</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

anônima, sob duas perspectivas diferentes e concebidas em distintos momentos históricos. O texto procurará mostrar que as duas perspectivas recentes (inclusive a antecipação Marshalliana destas) se enquadram nas duas abordagens (alocativa e acumulativa) propostas na primeira seção.

## **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)*

Assim, não é à toa que podemos identificar diferentes abordagens 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>3</sup> A primeira se denomina *acumulativa* e a segunda *alocativa*.

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 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

---

<sup>3</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.

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

A abordagem alocativa pode ainda ser apontada em contribuições algo distintas da descrição acima. 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. O que subsiste nessa abordagem e permite incluí-la na abordagem neoclássica é o seu caráter estático, de busca do melhor arranjo estático. É isto que permite também incluir as tendências mais recentes de teoria de agência no mesmo grupo, como se verá na última seção.

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>4</sup>

Definido desta forma, podemos ver o tema integralmente desenvolvido já em Alfred Marshall.<sup>5</sup> A contribuição deste autor ao pensamento econômico é bem mais complexa e completa do que se depreende da leitura dos manuais modernos e, mesmo de alguns livros de História do Pensamento Econômico. Isto porque Marshall não se limitou ao problema alocativo, procurando desenvolver a economia como abordagem do mundo capitalista que presenciava. Isto incluiu um esforço de pensar as instituições e organizações deste mundo, e sua história. Esta afirmação vale mesmo para os *Princípios de Economia*.

O resultado, dentro do tema deste artigo, é a apresentação conjunta e relacionada das duas perspectivas que são concorrentes na atualidade. A primeira destas abordagens é a das capacitações organizacionais, a segunda a da governança corporativa, com o problema de separação de propriedade e controle no seu centro.<sup>6</sup>

Em termos da primeira abordagem, a das capacitações organizacionais, vemos Marshall descrever no livro quatro dos *Principles* o papel do empresário como, 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

---

<sup>4</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>5</sup> Ver Kerstenetzky (2004) para detalhes desta seção.

<sup>6</sup> Quando uso a palavra concorrente, não estou esquecendo que uma delas é esmagadoramente dominante no mainstream e na literatura. São concorrentes porque a que está oculta, como toda boa abordagem heterodoxa, aponta limitações na dominante e apresenta alternativas de grande potência esclarecedora e de base para formulação de políticas. Ao final do artigo, estas duas perspectivas estarão enquadradas na dicotomia proposta neste artigo.

controle; 2) a hierarquia é simples, tem poucos níveis; 3) a capacidade de delegar e liderar 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 são todos empacotados 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, beneficia-se ela dessas mesmas economias à medida que cresce e concebe novas soluções nas várias áreas (comercialização, produção, organização interna), entrando em decadência à medida que passa às mãos dos sucessores do empresário porque, não sendo estes selecionados pelo mercado, não foram “forjados na mesma têmpera” - não sendo criativos como o fundador, deixam suas soluções envelhecerem em meio a um ambiente em transformação.

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. O tema da eficiência alocativa, embora presente, 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.

Em termos da segunda abordagem, da governança corporativa, encontramos já em Marshall uma discussão do problema de separação de propriedade e controle. 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 adotar rumos que possam significar 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 da perspectiva da governança corporativa; mas a tônica maior está na burocratização e perda de agilidade das decisões quando uma organização substitui a uma pessoa, ou a uma

organização mais simples e pessoal. Assim, há semelhanças com argumentos contemporâneos, mas 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>7</sup> Tenderia uma a suplantar e eliminar a outra? O resultado é o da convivência, porque: 1) o espaço do pequeno produtor nunca é eliminado, mas sempre recriado pelos grandes; 2) a gestão tibia da sociedade anônima é compensada pelo seu acesso a economias internas.

O mais importante a ser apontado aqui é que a sociedade anônima não é 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 vemos Marshall lamentar e propor uma volta aos velhos tempos da firma familiar.

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 na produção de teoria econômica.<sup>8</sup>

As contribuições discutidas nesta seção se dão em um período que vai do final dos anos 50 até o final dos anos 60, o mais tardar até a metade da década de 70. Neste período há confiança na grande empresa americana, organizada como sociedade anônima e

---

<sup>7</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>8</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.

diversificada, ainda no contexto do pós-guerra, quando a economia americana e a sua empresa representam o modelo de capitalismo para o mundo. Esta confiança se enfraquece à medida que no final dos anos 60 surjam os primeiros sinais de vulnerabilidade tanto da economia quanto das empresas americanas.

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 e aquisições.

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>9</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), a autora chega a referir-se aos dividendos como destruição de ativos líquidos. Concluindo, lucros – o pomo da discórdia – 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 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.

---

<sup>9</sup> Penrose considera que outros objetivos, como por exemplo o crescimento de vendas, podem ser enfeixados sob o objetivo mais amplo de crescimento. A expressão *máximos* não tem a conotação matemática de ótimo.

Marris<sup>10</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>11</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 de que sob condições abaixo da concorrência perfeita a maximização de lucros não é compulsória, o que permite que os objetivos de (maximização de) lucros que seriam característicos dos proprietários possam ser parcialmente trocados por outros da função utilidade do gerente.

Há aqui uma família de diferentes contribuições em torno 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 que podem financiar o crescimento da firma não apresentam a mesma acessibilidade porque há um limite ao endividamento que a firma pode incorrer e não se pode recorrer com frequência 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. 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 representar baixá-los no ano seguinte e emitir sinais negativos. O mesmo para o recurso a emissões que não devem ser frequentes e devem ser justificadas.

Para não aumentar a lista e ficar apenas nos principais autores, podemos concluir esta seção com três observações:

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

---

<sup>10</sup> Ver, por exemplo, Marris (1963).