

Governança Corporativa e Riscos na Economia Financeirizada: Uma Contribuição de Kalecki

Felipe Silva^{a,†}

^aUniversidade Católica de Brasília (UCB), Brasil • [†]Autor correspondente: fmsilva361@gmail.com

INFORMAÇÕES DO ARTIGO

Palavras-chave:

Governança corporativa

Kalecki

Riqueza financeira

Investimento

RESUMO

Este artigo analisa a governança corporativa, sua relação com a maximização dos lucros dos investidores e a evolução da dinâmica das empresas capitalistas nas últimas décadas. Explorou-se a influência da governança corporativa na estrutura das empresas de capital aberto, observando como ela restringe o poder dos gerentes e coloca a ênfase nos acionistas. Utilizou-se a teoria de Kalecki para examinar a eficiência marginal do investimento, destacando a importância dos juros e dos riscos de mercado na otimização dos ganhos dos investidores. Também se discutiu a velocidade da lucratividade marginal líquida e sua relação com a alocação de recursos e a riqueza financeira das empresas. Observou-se como a financeirização influenciou a governança corporativa, transformando-a em um sistema voltado para interesses financeiros. A globalização e a descentralização das decisões em prol dos acionistas são consideradas como características centrais da governança corporativa. A conclusão é que a governança corporativa se tornou uma estratégia de acumulação capitalista que concentra o poder nas finanças, transformando a produção em subordinação às demandas do mercado e dos investidores.

1. Introdução

A governança corporativa, entre as mais variadas definições, pode ser definida como a responsabilidade da administração dos diretores corporativos para fornecer supervisão para as metas e estratégias de uma empresa e para promover sua implementação. Portanto, a governança corporativa pode ser vista como um conjunto de regras inter-relacionadas por meio das quais empresas, acionistas e administração gerenciam seu comportamento. Essas regras dizem respeito aos atributos individuais da empresa e aos fatores que permitem à empresa manter boas práticas de governança, mesmo que as instituições públicas sejam relativamente fracas. Esses fatores podem incluir a estrutura de propriedade da empresa, relacionamentos com as partes interessadas, transparência financeira e práticas de divulgação de informações e a configuração do conselho de administração.

A dinâmica da empresa capitalista evoluiu exponencialmente nas últimas décadas, seja na forma de produção ou no caráter da acumulação. Contudo, a grande empresa capitalista se choca a partir dos anos 1970 com um aprofundamento maciço da abertura de capitais nas bolsas de valores, onde, agora, a empresa passa a ter seu valor indexado não mais à produção e o lucro dos proprietários, mas sim aos acionistas, ocasionadas pela financeirização da economia, como o argumentado por [Belluzzo e Tavares \(2009\)](#), estabelecendo a primazia da finança.

Estabelece-se como objetivo deste ensaio analisar a discussão sobre governança corporativa e a maximização do lucro dos investidores a fim de impor uma avaliação sob os modelos desenhados por Kalecki analisando os investimentos das firmas de forma simples: as equações que envolvem os lucros, presentes e formalizadas em [Fitzgerald \(1990\)](#), agregando a taxa de crescimento da capacidade produtiva, como em [Kalecki \(1937 e 1993a\[1993\]\)](#).

Por fim, pretende-se estender o problema dos lucros e investimento considerando de forma simples uma função ponderada por um coeficiente de risco, submetendo-o a algumas aproximações e rearranjos na função, a fim de lograr uma função que evidencie os ganhos empresariais sob determinado investimento, usando como referência principal [Kalecki \(1937, 1993a e 1971\)](#) e [Romer \(2019\)](#). Mesmo que a proposta esteja calcado em um modelo teórico, é mister destacar que este trabalho não pretende perder o caráter crítico sobre o estudo e seu objeto, que é a governança corporativa. Parte dos cálculos já estão preliminarmente manipulados e necessitam de uma aproximação mais sólida com a variável da governança corporativa.

2. Discussão sobre a governança corporativa

O aumento extraordinário dos preços do mercado de ações durante os anos 1990 enriqueceu enormemente os acionistas. No entanto, [Aglietta e Rebérioux \(2005\)](#) encontraram um vínculo causal sobre a relação construída entre o boom do mercado de ações e o valor para o acionista. Os administradores de empresas têm explorado os mercados de ações para obter ganhos significativos, algumas vezes até mesmo desproporcionais ao alinhamento de seus interesses com os dos acionistas.

Os gestores das empresas de capital aberto passaram, portanto, a agenciar o lucro dos acionistas. Os acionistas se beneficiam das oscilações do valor acionário das empresas listadas na bolsa de valores, independentemente se forem empresas bem administradas ou não. O que importa, de fato, é o resultado financeiro e contábil que uma determinada empresa irá apresentar no trimestre seguinte. O influxo de capitais foi tal que os gestores puderam se entregar a um conjunto de operações externas de crescimento, de duvidosa racionalidade econômica, com a bênção dos acionistas.

Orléan (1999) destaca que a rápida expansão do mercado de capitais tem fortalecido a participação dos participantes, que podem explorar as capacidades de avaliação e liberdade de ação proporcionada pela liquidez do mercado. A gestão de ativos mobiliza toda a cadeia intermediária com a colaboração dos bancos de investimento. O ponto-chave da intervenção na intermediação de mercado é principalmente a concessão de crédito e financiamento privado a empresas de todos os setores.

As dificuldades de obtenção de crédito no sistema financeiro são diversas. A primeira é a fragilidade das instituições e a instabilidade econômica, envolvendo também fatores relacionados à tomada de decisão do tomador, incluindo a comparação de custos e benefícios de recursos, como atributos próprios e o impacto nos recursos. A avaliação do fornecedor é decisiva.

Dessa forma, Cornelius (2005) destaca que os investidores têm mostrado uma demanda crescente por uma referência global de bom comportamento corporativo, que pode ajudar a criar valor para os acionistas independentemente de o sistema particular. A contrapartida dessas demandas cristaliza-se em esforços importantes que têm sido desempenhados para criar um novo índice, incluindo o índice de governança corporativa e agências de rating para classificar a viabilidade de expansão de crédito e maximização dos lucros. Contudo, essas tentativas de benchmarking se concentraram principalmente nos mercados de capital desenvolvidos, enquanto as comparações entre países continuam difíceis para os mercados emergentes.

A governança corporativa, assim, pode ser vista como recomendações que ajudam a resolver os conflitos de interesses entre os vários *stakeholders*, colaborando para balancear os direitos e interesses das diferentes partes envolvidas nas empresas e diferentes instâncias decisórias bem como administradores, credores, empregados, entre outros.

Os padrões de comportamento numa estrutura de governança corporativa passam essencialmente por verificar se empresas bem estabelecidas nos segmentos de mercado onde atuam adotem padrões de transparência em suas demonstrações contábeis para que não haja restrições no fornecimento de crédito. Isto permite que algumas instituições financeiras ou até mesmo agências avaliadoras as analisem de forma mais adequada, oferecendo maior credibilidade e potencial de crédito.

Quanto mais expressivo for o bom comportamento e mais elevado o nível de transparência, menores serão as incertezas dos investidores sobre o rendimento do capital alocado. Poshakwale e Courtis (2005) mostram que o maior nível de transparência adotado voluntariamente por bancos em 135 países da Europa, América do Norte e Austrália está relacionado à redução do custo de capital próprio. Em outras palavras, os investidores estão dispostos a aceitar um retorno esperado menor quando há menos incerteza, reduzindo assim o custo de capital da empresa. Destarte, também evidenciam que o principal motivo da redução é o aumento dos padrões de transparência das práticas administrativas, tecnologia utilizada para medir, gerenciar e monitorar riscos bancários.

Quando a governança corporativa é ineficiente, o risco de expropriação é maior e as empresas passam a depender basicamente do financiamento interno. Com isso, as decisões são tomadas na esfera financeira pelos gestores objetivados na criação de valor, as quais estão sujeitas a três matrizes políticas como destacam Copeland et al. (2005): (i) política de investimentos; (ii) políticas de financiamentos; e (iii) política de dividendos. Muito embora a governança corporativa aumente o alinhamento entre os interesses de gestores alinhados aos proprietários e credores, o próprio endividamento por si só já representa uma forma de disciplina para os gestores, como destacado por Perobelli et al. (2005): “a opção pelo maior endividamento poderia eliminar a necessidade de mecanismos adicionais de governança corporativa”. Os mesmos autores estudaram a endogeneidade da governança corporativa e o grau de alavancagem financeira e concluíram que existe uma relação positiva entre governança corporativa e dívida, mas os resultados não se mostraram significativos.

Certamente, a boa governança corporativa pode ajudar a criar valor para o acionista, mesmo que condicionando a empresa às interferências do mercado e às decisões de uma ou mais dezenas de acionistas. Cornelius (2005) infere que empresas bem administradas tendem a superar o desempenho de outras por uma margem significativa. Embora muito diferente do cenário brasileiro, o caso dos Estados Unidos mostra que o ambiente institucional afeta o modelo de gestão e propriedade de uma empresa e, em última instância, o desenvolvimento dos processos regulatórios. Nos países emergentes, a governança corporativa é predominantemente monopolística.

Doravante, padrões de governança corporativa copiados de economias com mercados mais desenvolvidos têm uma chance muito pequena de serem adotados, ou, até mesmo, aplicados com sucesso em economias em desenvolvimento, se não forem submetidos às reformas apropriadas antes de se adaptarem ao novo ambiente institucional. Portanto, o desafio não é apenas impor uma governança corporativa melhor e mais eficaz nos países em desenvolvimento, aliviar os custos intrínsecos a essa estrutura (Berglöf e Claessens, 2004).

O uso de bancos como emprestadores e monitores de fundos às empresas ajudam a desenvolver os mecanismos de governança, pois os bancos são capazes de exercerem um impacto na governança das empresas, exigindo que elas desempenhem um comportamento que garantem o pagamento dos empréstimos.

Losonc (2007) destaca que a ideia sobre o valor para o acionista não é nova, mas cabe reinseri-la na problematização sob um novo contexto, uma vez que a finança galgou posições extraordinárias no sentido da inovação dos produtos financeiros e como eles se relacionam na estrutura societária de uma empresa. A soberania do acionista muitas vezes desnuda o propósito de que a empresa é um ambiente institucional onde os gestores estão atuando para atender

expectativas de lucro e maximização das ações. Os gestores nessa nova configuração dos aspectos institucionais ficam submetidos anseios que tornam o valor para o acionista o único objetivo da empresa. Com isso, constitui-se a governança corporativa, onde a única variável de controle dessa indústria é o lucro financeiro do acionista.

Não obstante, outros aspectos influenciam a criação de valor para maximizar os lucros dos acionistas e expressam uma relação simbiótica com o risco em que as empresas de capital aberto estão sujeitas. O risco sobre os lucros, portanto, abarca também os riscos conjunturais sobre os investimentos e elevam as expectativas dos tomadores de decisão (gestores) sobre o retorno marginal e a velocidade da lucratividade das empresas.

3. A contribuição de Kalecki

Vários fatores podem influenciar o risco, dentre eles a política, inflação, juros e, sobretudo, o retorno esperado. Em adição, [Kalecki \(1937\)](#) ressalta que a taxa de investimento de um único empresário depende de sua acumulação de capital e na velocidade de mudança da lucratividade líquida marginal.

Kalecki também observa que “O investimento pode ser limitado [...] pela reticência dos empresários em expandir seus gastos com bens de capital. Nessa situação, o investimento público adquire uma importância crucial para o processo de rápido desenvolvimento econômico [...]” ([Kalecki, 1993b](#), p. 27)

Além disso, [Kalecki \(1993b\)](#) destaca que elevações no grau de monopólio que causam mudanças nos lucros ocasionará elevação dos preços em relação aos salários reduzindo a demanda efetiva e, assim, não serão utilizadas toda capacidade produtiva. Pode-se cristalizar esse argumento a partir da ampliação das principais noções de Kalecki por [Fitzgerald \(1990\)](#), considerando as seguintes equações:

$$P = I + C_K + X - M + \beta \quad (1)$$

$$\omega = \frac{1}{1 + (k-1)(j+1)}, \quad k > 1 \quad (2)$$

$$\varepsilon = 1 - \omega = \frac{(k-1)(j+1)}{1 + (k-1)(j+1)} \quad (3)$$

$$Y = \frac{P}{\varepsilon} = [I + C_K + (X - M) + \beta] \frac{(k-1)(j+1)}{1 + (k-1)(j+1)} \quad (4)$$

Onde P são os lucros da firma, I o investimento privado, C_K o consumo capitalista, X as exportações, M as importações, β o déficit orçamentário e Y o produto final total. A variável ω é a parcela relativa dos salários no produto final; ε é a parcela dos lucros no produto final ($\varepsilon = 1 - \omega$); k destacado como é o grau de monopólio dessa economia, que também expressa os custos e preços médios; e, portanto, j é a relação entre o custo total das matérias-primas. Em (1) pode-se dizer que quanto maior o nível de exportação e quanto maior for o déficit orçamentário dessa economia, mais altos serão os lucros. A parcela relativa dos salários será elevado se houver um k pequeno. Nos valendo de (1) assumindo que P não sofre influências de governo, então $\beta = 0$. Essa noção enseja a análise sobre a contribuição de [Kalecki \(1968\)](#) de que a atividade econômica funcionará de acordo com o consumo dos proprietários. Os trabalhadores diretamente envolvidos na produção consomem tudo que ganham e não têm patrimônio e nem acesso a crédito. Assim:

$$I + C_K + C_W = Y = P + W \quad (5)$$

Ou seja, os lucros adicionados a W , salário dos trabalhadores constituem uma relação de investimento, consumo capitalista (C_K) e consumo dos trabalhadores (C_W). Assume-se que $C_W = W$, o que implica na equação (5) e na simplificação abaixo em (6):

$$I + C_K - W = Y \quad (6)$$

Onde o investimento e consumo capitalista são indutores dos lucros. Até aqui ainda não nos incorreu nenhuma variável de incerteza e nem de juros. Porém ao tratar do investimento vê-se que o ciclo ocorre da seguinte forma:

$$I = rK + \delta K = (r + \delta)K \quad (7)$$

Onde r é a taxa de juros e δ a taxa de depreciação ponderada pelo capital K . Os escritos de Kalecki em 1963 destacam que o juros dependem de uma taxa bruta de investimento i , um dado montante de capital K sob a relação capital-produto, u é a taxa de crescimento da produção anual que um país poderia obter se usasse melhor os bens de capital e δ a taxa de depreciação.

$$r = \frac{i}{k} + u - \delta \quad (8)$$

Manipulando a (7) para obter uma função de r , tem-se:

$$r = \frac{I - \delta K}{K} \quad (9)$$

Igualando (8) a (9) e assumindo que $i = K/Y$, como as formalizações de Romer (2019) sobre trabalho efetivo, chega-se em:

$$i = I - uK \quad (10)$$

A equação (10) é fundamental para a nossa análise, pois nos dá a intuição que a taxa de investimento depende, então, da diferença entre o investimento total e a taxa extra de crescimento da produção em proporção do produto final. Se o numerador permanecer estático de um ano para o outro, quanto maior o produto, menor será a taxa de investimento. Quanto menor o produto, mais essa economia atribuirá de crescimento da taxa bruta de investimento. Contudo, mesmo já atribuído o papel dos juros, capital e investimento, as noções dos riscos e como isso pode influir sobre a governança corporativa ainda encontra-se ligeiramente longe, que será tratada na seção seguinte. Neste momento, cabe ainda levantar questões desenhadas no *Principles of Increasing Risk* (1937), onde Kalecki desenha um modelo onde há um lucro prospectivo máximo p_m , uma eficiência do investimento a qual adaptou-se a eficiência do investimento para θ , e tem-se a variável da taxa a qual a série de retornos deve ser descontada para obter o montante de investimento para α . O lucro prospectivo é dado por $p = \theta\alpha$. Assim, todo valor de θ corresponde a um valor definido de lucro potencial máximo:

$$p_m = f(\theta) \quad (11)$$

Doravante, o método de produção para cada valor de θ ainda demanda do empresário que sejam definidos um parâmetro de valor ótimo, ou seja, o tamanho do investimento que otimizará a produção. O empresário capitalista deve cobrar o capital investido à taxa de juros de mercado (ρ) e também fazer alguma provisão para o risco que tem uma taxa σ . O ganho potencial g do capitalista é dado por $g = p_m - (\rho + \sigma)\theta$, marginalmente obtido por:

$$\frac{dg}{d\theta} = -(\rho + \sigma) \quad (12)$$

A maximização do ganho do valor de θ satisfaz a equação: onde o máximo será apenas uma relação de juros de mercado e provisão de risco. A intuição econômica sobre o efeito marginal é que acréscimos de eficiência nos ganhos do capitalista resultam simplesmente na relação de juros e riscos potenciais. Dessa forma, como $d^2g/d\theta^2 = 0$, o lucro potencial torna-se inexistente. Em (12), por fim, se o risco for igual a zero ($\sigma = 0$), o ganho capitalista depende do lucro potencial subtraído pelos juros de mercado ponderado pela eficiência do investimento.

4. Kalecki visita o mercado de ações

Dada as manipulações na seção anterior, considerando ainda Kalecki (1937), agora parte-se da noção de que $dg/d\theta = f'(\theta)$, que denota a eficiência da pequena adição de capital ao valor investido. Assim, o tamanho do investimento inicial será atribuído pelo tamanho da eficiência marginal do investimento que será igual a soma da taxa de juros e da taxa de risco. Quanto maior essa relação juros-risco, maior a eficiência do investimento.

O investimento inicial será eficiente sob essas condições e o capitalista investirá ainda mais se a relação de seu endividamento líquido (desconto entre débitos e créditos) com seu capital próprio O_t investindo em t , s é a taxa de poupança, Δ_t é a variação no tempo, I_0 é o investimento inicial e o é o capital próprio, consolidando a seguinte equação $d_t = s(I_0 + O_t)\Delta_t$. Se o montante de investimento no período não for igual ao anterior, a curva de lucratividade líquida tiver se deslocado devido à mudança na condição econômica, também será investido um valor equivalente a c . O investimento planejado durante o período é igual a $d_t = s(I_0 + O_t)c_v$ e, portanto, a taxa de decisões de investimento durante o período depende da velocidade da mudança marginal da lucratividade líquida (v). O segundo termo desta equação se justifica na seguinte relação entre $v = c/\Delta_t$, que é ajustado em função montante de investimento devido às alterações no cenário econômico descontado pela velocidade da mudança marginal da lucratividade. Doravante, $\Delta_t = c/v$. Essa relação pode ser reescrita na equação abaixo:

$$c_v = \Delta_t = \frac{d_t}{s(I_0 + O_t)} \quad (13)$$

Assume-se que a decisão do investimento d_t seja o investimento propriamente dito, isto é, $d_t = I_t$. Essa suposição permite a aproximação de (13) com a questão do investimento em (7):

$$c_v = \frac{(r + \delta)K}{s(I_0 + O_t)} \quad (14)$$

Nesta relação, quanto menor for a taxa de poupança sobre a soma do investimento inicial e o capital próprio, maior será a velocidade de lucratividade líquida. Por praticidade, $s(I_0 + O_t)$ será chamado de R_t , uma medida de riqueza financeira da firma.

$$c_v = \frac{I_t}{R_t} \quad (15)$$

Considerando agora o Modelo de Crescimento de Gordon (MCB), como definido por Huang e Litzenger (1988), dado por $p_t = B_{t+1}/(K_e - g_B)$, onde p_t é o preço da ação em t , B_{t+1} são os dividendos em $t + 1$, K_e é a taxa mínima de retorno que o investidor espera receber de uma ação e g_B é a taxa de crescimento dos dividendos. Assume-se que os

dividendos são constantes, então $B_{t+1} = B_t$, e coloca-se a g_B em evidência tornando o MCB uma função que explica a taxa de crescimento dos dividendos:

$$g_B = K_e - \frac{B_t}{p_t} \quad (16)$$

Sargent e Ljungqvist (2018) consideraram um modelo de preços de ativos o qual possui uma restrição orçamentária dada por $B_t = w_{t+1} - p_{t+1} + y_{t+1}\pi_t$, em que w_{t+1} é a renda do trabalho em $t + 1$, p_{t+1} é o preço da ação, líquido de dividendos em $t + 1$, π são as ações mantidas entre t e $t + 1$ em que ($\pi_t < 0$) representa uma *short position* e ($\pi_t > 0$) simboliza uma *long position*, y_{t+1} são os títulos mantidos em t e $t + 1$. Da mesma forma que se considerou no parágrafo anterior que os dividendos são constantes, assume-se que os preços das ações seguem a mesma dinâmica onde $p_{t+1} = p_t$ e manipulamos a equação substituindo a restrição orçamentária dos autores no MCB definido em (15):

$$g_B = K_e - \frac{w_{t+1} - p_{t+1} + y_{t+1}\pi_t}{p_{t+1}}$$

$$g_B = K_e - \frac{w_{t+1}}{p_{t+1}} - \left(1 + \frac{y_{t+1}}{p_{t+1}}\right) \pi_t \quad (17)$$

Assim, o crescimento dos dividendos representa a taxa mínima de retorno esperada subtraída à riqueza do trabalho ponderada pelos preços das ações descontando o os títulos ponderados pelas ações mantidas no tempo. Se há uma posição *short*, quanto maior for π maior será a taxa de crescimento dos dividendos se a renda do trabalho ponderada pelos preços permanecer constante; se a posição do investidor for *long*, quanto maior o número de ações compradas, menor será o crescimento, pois a posição será tão elevada ao ponto de neutralizar sucessivamente a taxa esperada mínimo do retorno da ação. Se aproximarmos as definições de taxa crescimento de dividendos com a velocidade da lucratividade marginal líquida, infere-se que a taxa de crescimento do dividendo cresce na velocidade que desconta o acúmulo de taxa esperado de retorno menos às ações mantidas e os títulos à descontos do investimento em t . A prova dessas aproximações permite concluir que o crescimento do dividendo e a velocidade marginal:

$$R_t = I_t \left(K_e - \frac{w_{t+1}}{p_{t+1}} - \left(1 + \frac{y_{t+1}}{p_{t+1}}\right) \pi_t \right) \quad (18)$$

Por fim, quanto maior for I_t , maior será a taxa de riqueza financeira da firma. Comparando as equações (15) e (18), conclui-se, finalmente, que $g_B = c_v = I_t / R_t$.

5. Economia política da financeirização

A discussão acerca do que fundamenta as bases da governança corporativa, por sua vez, deita suas raízes no processo de financeirização da economia. Este processo está simbioticamente entrelaçado à flexibilização de regras e regulações no mercados e sobre os instrumentos financeiros, os quais acabaram por enrijecer a inovação de aparatos inovadores como securitização e derivativos. A introdução da inovação dos instrumentos financeiros apresentou, portanto, um aumento inaudito no grau de liberdade dos fluxos de capitais, principalmente ligados aos mercados de ações que crescia fortemente com o recrudescimento da governança corporativa e a ideia do gestor de lucros, não mais gestor da produção. Essa reconfiguração abarcou em sistemáticas alterações da governança da firma nas relações de trabalho.

À luz de Epstein (2001) a financeirização diz respeito “importância crescente dos mercados financeiros [...], instituições financeiras, e as elites financeiras nas operações da economia e instituições que a governam, seja a nível nacional ou internacional”. Na mesma linha, Krippner (2005) destaca que a financeirização simboliza um padrão de acumulação no qual deriva dos canais exclusivamente financeiros e não da dinâmica transmitida pela produção. Palley (2007) define a financeirização como um processo pelo qual os mercados financeiros elevam sua influência sobre a política econômica e os resultados econômicos.

Braga (2013) é cirúrgico em sua definição: a financeirização para o autor é um padrão sistêmico de definição (imbuído por um tripé moeda-crédito-patrimônio), gestão (pela macroestrutura financeira) e realização da riqueza (dinheiro e ativos financeiros predominantes sobre os operacionais) em um número elevado de países.

Van der Zwan (2014), doravante, atribui à financeirização o caráter de “uma teia de processos inter-relacionados — econômicos, políticos, sociais, tecnológicos, culturais etc. — pelos quais as finanças estenderam sua influência para além do mercado e para outros domínios da vida social”.

Lazonick e O’Sullivan (2000) elucidam que a governança da firma possuía um padrão vigente até meados da década de 1970 baseado na estratégia de reter e reinvestir, uma vez que o cerne da acumulação até esse período era focado no capital industrial, ainda que com bastante penetração do mercado. A competição era baseada sobretudo na busca pela ampliação da fatia do mercado de produtos e serviços. Os autores destacam ainda que havia uma determinada separação entre a propriedade de ações e o controle gerencial.

Lazonick e O’Sullivan (2000) aprofundam a discussão salientando que as transformações acima descritas dificultaram encontrar novas formas de gerar ganhos de produtividade com base na estratégia de “reter e reinvestir”, assumindo explicitamente uma lógica de valorização do capital da empresa para distribuir dividendos, cravando o cerne da “maximização do valor ao acionista”.

Lazonick (2013), na mesma linha, descreve o curso das principais transformações da economia dos Estados Unidos, a fim de elucidar que o país luta para se recuperar da Grande Recessão de 2008, amargurando a erosão dos empregos da classe média e a explosão da desigualdade de renda. A evolução da economia dos EUA ao longo do último meio século mostra que o país, o qual possui a maior disseminação de ativos e mercados do mundo, consolida um problema de “mercantilização” e “globalização” que são os principais causadores da eliminação dos empregos de classe média.¹

A globalização no início dos anos 2000 trouxe consigo a aceleração no movimento *offshore* dos empregos de membros com grau de instrução bem elevados e altamente experientes. Uma vez que as corporações norte-americanas adotaram mudanças estruturais no emprego, parte delas buscaram essas estratégias para obter ganhos financeiros. A lógica se estendeu, portanto, na transferência da produção física ou industrial para países com baixos salários sob a expectativa de reduzir custos e simplesmente para aumentar os lucros.

A ideia de Lazonick (2013) é fundamental nesse ponto sobre o trabalho e se relaciona com a equação (17), a qual infere-se que quanto menor a renda do trabalho em proporção dos preços das ações, menor será o desconto da taxa mínima esperada de retorno da ação e, conseqüentemente, maior será o resultado do crescimento dos dividendos. À medida que as mudanças foram incorporadas à estrutura do emprego nos EUA, as corporações empresariais desinvestiram na criação de novos empregos de maior valor agregado elevando suas riquezas financeiras a fim de compensar o investimento desembolsado na firma, como em (18).

6. Conclusão

Com isso, definiu-se como se organiza a estrutura de uma empresa de capital aberto que está submetida à governança corporativa. Verifica-se que, embora muito bem organizada, a governança corporativa retira o poder dos gerentes subjungando a função destes nas decisões da empresa. Nota-se que a partir de Kalecki, a eficiência marginal do investimento é dada pela soma de juros e riscos de mercado, o que otimiza o ganho do investidor. A velocidade da lucratividade marginal líquida se cristaliza especificamente na razão entre investimento e riqueza financeira das firmas que vão se expressar propriamente nos ganhos dos dividendos que é imbuído mais adiante como variável explicativa da riqueza financeira das firmas auxiliadas pelo Modelo de Crescimento de Gordon. Os investidores materializam os projetos de investimentos e alocam recursos para as firmas, porém sempre miram o retorno financeiro e o grau da riqueza.

A literatura usual sobre a financeirização consegue explicar bem os passos que a governança corporativa deu até se transformar no amálgama atual com uma série de liberalizações financeiras que disciplinavam o mercado financeiro e a estrutura gerencial das empresas. A globalização, todavia, retira das estruturas empresariais a capacidade de decidir por si só a melhor alocação de investimentos e lucros, deixando à mercê dos acionistas. Kalecki, apesar de não ter escrito e vivido a evolução da financeirização, é capaz de explicar a estrutura das firmas em função do ganho financeiro marginal e o investimento pelos juros e a taxa bruta de retorno e nos trazer luz à novas soluções para a governança corporativa em economia aberta.

O que não se pode deixar de lado, é que a governança corporativa descentraliza a função e autoridade no processo decisório dos gerentes de cada empresa, tornando-a um comitê organizador de interesses não mais produtivo, mas sim financeiros. O valor acionário é balizado não mais pela quantidade produzida, mas pela produtividade, alocação de recursos e projetos que espelham demandas que buscam a maximização do capital acionário. A rigor, os dirigentes das empresas ficam à mercê de uma lógica de mercado em que a produção é subordinada às finanças, a qual se eleva a produção de um bem em detrimento do outro pelas oscilações dos preços e expectativas dos investidores e suprime a renda do trabalho para reduzir custos e elevar a taxa de retorno mínima dos investidores. No fundo, o acionista é a cabeça da corporação.

Desenvolve-se, doravante, uma característica típica da governança corporativa: o poder sobre as decisões de outros, deixando o que é produtivo sob a tutela exclusiva da finança. Assim, a governança corporativa alude uma estratégia de acumulação capitalista que tem tomado espaços inimagináveis e proporções de poder e lucro exponenciais.

Referências

- Aglietta, M. e Rebérioux, A. (2005). *Corporate Governance Adrift: A Critique of Shareholder Value*. Edward Elgar Publishing, Cheltenham.
- Assaf Neto, A. (1997). A dinâmica das decisões financeiras. *Caderno de Estudos – FIECAFI*, 16:9–25.
- Belluzzo, L. G. e Tavares, M. d. C. (2009). Capital financeiro e empresa multinacional. In *Os Antecedentes da Tormenta: origens da crise global*. Editora Unesp; Editora Facamp, São Paulo; Campinas.
- Berglôf, E. e Claessens, S. (2004). Corporate governance and enforcement. Policy Research Working Paper 3409, World Bank.
- Braga, J. C. (2013). Qual conceito de financeirização compreende o capitalismo contemporâneo. In Barroso, A. e Souza, R., editors, *A grande crise capitalista global 2007–2013: gênese, conexões e tendências*. Anita Garibaldi; Fundação Maurício Grabois, São Paulo.
- Braga, J. C. e Cintra, M. A. (2004). Finanças dolarizadas e capital financeiro: exasperação sob comando americano. In Fiori, J. L., editor, *O poder americano*, pages 253–307. Vozes, Petrópolis.
- Copeland, T. E., Weston, J. F., e Shastri, K. (2005). *Financial Theory and Corporate Policy*. Pearson Addison-Wesley, Boston, 4 edition.
- Cornelius, P. (2005). Good corporate practices in poor corporate governance systems: Some evidence from the Global Competitiveness Report. *Corporate Governance*, 5(3):12–23.
- Epstein, G. (2001). Financialization, rentier interests, and central bank policy. University of Massachusetts, Amherst.

¹Ver também Gimenez (2022).

- Fitzgerald, E. V. K. (1990). Kalecki on financing development: an approach to the macroeconomics of the semi-industrialised economy. *Cambridge Journal of Economics*, 14(2):183–203.
- Jimenez, D. M. (2022). Transformações do tempo de trabalho nos EUA. Texto para Discussão 430, Unicamp. IE, Campinas.
- Grinblatt, M. e Titman, S. (2002). *Financial Markets and Corporate Strategy*. The McGraw-Hill Companies, New York, 3 edition.
- Huang, C.-f. e Litzenberger, R. H. (1988). *Foundations for Financial Economics*. North-Holland Publishing Company, New York.
- Jensen, M. (1999). O eclipse da corporação de capital aberto. In Montgomery, C. e Porter, M., editors, *Estratégia: a busca da vantagem competitiva*, chapter 1.
- Kalecki, M. (1937). The principle of increasing risk. *Economica*, 4(16):440–447.
- Kalecki, M. (1968). The Marxian equations of reproduction and modern economics. *Social Science Information*, 7(6):73–79.
- Kalecki, M. (1971). *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy (1933–1970)*. Cambridge University Press, Cambridge.
- Kalecki, M. (1983). As equações marxistas de reprodução e a economia moderna. In Miglioli, J., editor, *Crescimento e ciclo das economias capitalistas*. Hucitec, São Paulo. Orig. pub. 1968.
- Kalecki, M. (1993a). Observations on the theory of growth. In Osiatynsky, J., editor, *Collected Works of Michal Kalecki, Vol. V*. Oxford University Press, Oxford. Orig. pub. 1963.
- Kalecki, M. (1993b). The problem of financing economic development. In Osiatynsky, J., editor, *Collected Works of Michal Kalecki, Vol. V*. Oxford University Press, Oxford. Orig. pub. 1954.
- Krippner, G. (2005). The financialization of the American economy. *Socio-Economic Review*, 3(2):173–208.
- Lazonick, W. (2013). The financialization of the U.S. corporation: What has been lost, and how it can be regained. *Seattle University Law Review*, 36.
- Lazonick, W. e O'Sullivan, M. (2000). Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and Society*, 29(1):13–35.
- López, J., Puchet, M., e Assous, M. (2009). Michal kalecki, um pioneiro da teoria econômica do desenvolvimento. *Brazilian Journal of Political Economy*, 29(2).
- Losonc, A. (2007). M. aglietta and a. rebérioux, Corporate Governance Adrift. a critique of shareholder value. *Panoeconomicus*, (3):359–362.
- Orléan, A. (1999). *Le pouvoir de la finance*. Odile Jacob, Paris.
- Palley, T. (2007). Financialization: what it is and why it matters. Working Paper n. 525. Levy Economics Institute, Annandale-On-Hudson.
- Perobelli, F. F. C. et al. (2005). Investigação dos fatores determinantes da estrutura de capital e da governança corporativa: um enfoque abordando a questão da endogeneidade. In XXIX *EnAnpad*, Brasília.
- Plihon, D. (2005). As grandes empresas fragilizadas pela finança. In Chesnay, F., editor, *A Finança Mundializada*. Boitempo, São Paulo.
- Poshakwale, S. e Courtis, J. K. (2005). Disclosure level and cost of equity capital: Evidence from the banking industry. *Managerial and Decision Economics*, 26:431–444.
- Romer, D. (2019). *Advanced Macroeconomics*. McGraw-Hill, New York, 4 edition.
- Sargent, T. J. e Ljungqvist, L. (2018). *Recursive Macroeconomic Theory*. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 4 edition.
- Silva, A. F. e Valle, M. R. (2005). Análise da estrutura de endividamento: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e americanas. In XXIX *EnAnpad*, Brasília.
- Streeck, W. (2016). *How Will Capitalism End? Essays on a Failing System*. Verso, New York.
- Van der Zwan, N. (2014). Making sense of financialization. *Socio-Economic Review*, 12(1):99–129.