

As condições históricas fundamentais e contingentes da teoria da maximização do valor ao acionista

The fundamental and contingent historical conditions of the theory of shareholder value maximization

Elcemir Paço Cunha*

Resumo

O objetivo do artigo é descortinar as condições essenciais e contingentes da “teoria da maximização do valor ao acionista” (TMVA) (ou primazia do acionista). Essa teoria apregoa que o objetivo principal da grande empresa é gerar retorno econômico aos seus acionistas. Essa teoria obteve grande difusão desde o século XIX, influenciando o modo de condução das corporações. A crítica à teoria sugere que essa influência é problemática por levar as grandes empresas a decisões de curto prazo que colocam em segundo plano questões públicas, sociais e ambientais, ameaçando a existência do próprio capitalismo. A origem dessa teoria é controversa ao mesmo tempo em que o tema é condição de melhor entendimento de seu conteúdo e desenvolvimento históricos. O artigo, fundamentado no materialismo, argumenta que não é possível compreender corretamente uma forma social de consciência sem a apreensão de sua gênese. Assim, o artigo procede à análise da gênese da TMVA, procurando estabelecer tanto os fundamentos de sua constituição a partir da unidade entre finança e produção na economia capitalista quanto os fatores contingentes, como as crises e o debate público, que afetaram o próprio desenvolvimento dessa teoria.

Palavras-chave: teoria da maximização do valor ao acionista; corporação; capitalismo

Abstract

The objective of this article is to unveil the essential and contingent conditions of the “theory of shareholder value maximization” (TSVM) (or shareholder primacy). This theory proclaims that the main objective of a large corporation is to generate economic returns for its shareholders. This theory has been widely disseminated since the nineteenth century, influencing the way corporations are managed. Criticism of the theory suggests that this influence is problematic because it leads large companies to short-term decisions that shrink public, social and environmental issues, threatening the existence of capitalism itself. The origin of this theory is controversial, and this theme is a condition for a better understanding of its historical content and development. Based on materialism, the paper argues that it is not possible to correctly understand a social form of consciousness without apprehending its genesis. Thus, the paper proceeds to an analysis of the genesis of the TSVM, seeking to establish both the foundations of its constitution based on the unity between finance and production in the capitalist economy and the contingent factors, such as crises and public debate, that affected the very development of this theory.

Keywords: shareholder value maximization theory; corporation; capitalism

* Universidade Federal de Juiz de Fora. E-mail: paco.cunha@ufjf.br.

Introdução

A chamada “teoria da maximização do valor ao acionista” (TMVA) (ou primazia do acionista, como também é referida) sustenta, em termos sintéticos, que os “gestores corporativos devem fazer da maximização do valor aos acionistas o seu objetivo – e que os conselhos devem garantir que assim o façam”. (Bower & Paine, 2017, p. 52; tradução nossa) Ela é considerada uma ideia econômica praticamente onipotente.

A revista *The Economist* publicou que “o valor ao acionista domina os negócios”. (Shareholder, 2016, n.p.; tradução nossa) Faz anos que é reconhecida também como a “teoria predominante sobre o papel da grande empresa e da compensação adequada em nossa sociedade”. (Martin, 2011, p. 11; tradução nossa) Tornou-se uma “forma de pensar sobre a governança e a gestão das empresas que está [...] difundida na comunidade financeira e em grande parte do mundo empresarial”. (Bower & Paine, 2017, p. 51; tradução nossa) Para alguns, a TMVA “tem desempenhado um papel central no atual processo de financeirização”. (Ambrosino, Cedrini & Davis, 2025, p. 257; tradução nossa) Como abertamente escreveram Holmberg & Schmitt (2016, n.p.; tradução nossa), “enquanto economistas são certamente culpados por apresentar uma ideologia como uma lei natural, a primazia do acionista infiltrou-se na consciência da maioria dos políticos e jornalistas, sendo também transmitida nas salas de aula”. Podemos dizer que, no mínimo, é um exemplar do pensamento econômico de ampla circulação, cuja irradiação historicamente encontrou plataforma nos Estados Unidos da América.

É um processo de circulação que tende a ser identificado nos últimos 50 anos. Sugere-se que, a partir dos anos 1980, os “proprietários-acionistas despenderam energia e meios jurídicos, ou quase jurídicos, consideráveis para subordinar os administradores-industriais e os transformar em gente que interiorizasse as prioridades e os códigos de conduta nascidos do poder do mercado bursátil”. Estava em mira rendimentos elevados das ações na bolsa de modo que os “novos administradores devem se submeter à retórica, se não à realidade dessa exigência”. Apenas uma década teria sido suficiente a esses “novos administradores”. Em contraste com o administrador-industrial, o “administrador-financeiro molda-se no molde da finança e explora a liberdade permitida pela ‘virtualidade’ dela”. Suas “prioridades são muito diferentes das do administrador-industrial que ele substituiu”, pois, para aquele, a “tendência da Bolsa é mais importante do que qualquer outra coisa”. (Chesnais, 2005, p. 52) Outras consequências também foram apontadas, como o curtoprazismo, os escândalos corporativos, a inobservância das questões ambientais, morais e sociais, incluindo a ameaça ao próprio capitalismo. (Bower & Paine, 2017)

Seus efeitos são muito amplos e profusos para serem ignorados. Interrogar a origem desse exemplar do pensamento econômico passa a ser uma necessidade científica. Via de regra, há controvérsias sobre o assunto.

Com efeito, a origem dessa teoria foi, por alguns, atribuída a Milton Friedman (Zingales, Kasperkevic, & Schechter, 2020) dos anos 1970, visto como o “avô intelectual da primazia do acionista”. (Holmberg & Schmitt, 2016, n.p.; tradução nossa) Outros delimitaram seu enraizamento “no que ficou conhecido como teoria da agência desenvolvida por economistas acadêmicos na década de 1970”. (Bower & Paine, 2017, p. 52; tradução nossa) Mais especificamente, teria “início em 1976” com “Michael Jensen

e Dean William Meckling”. (Martin, 2011, p. 10; tradução nossa) A revista *The Economist* apontou para um período ainda anterior como palco da ideia de que os “acionistas tem a mão do chicote”, sugerindo que a “doutrina da primazia do acionista foi concebida 1919, quando a corte de Michigan observou”, para o caso (retomado adiante) de disputa entre Ford e Dodge, que “uma corporação é organizada e operada primariamente para o lucro de seus acionistas”. (Shareholder, 2016, n.p.; tradução nossa)

Embora esses marcadores de ocorrências intelectuais e jurídicas acima sejam importantes da forma como veremos, não são precisos ou suficientes. Portanto, como dissemos, a própria existência de controvérsia sobre as origens da TMVA é motivo de interesse acadêmico e científico. E isso sobretudo pelo fato de que a gênese é um dos aspectos mais decisivos da pesquisa em história das ideias econômicas (Paço Cunha, 2023; 2024), tendo em vista seus enraizamentos nas condições histórico-concretas que se apresentam como fatores ativos que imprimem suas marcas nesses produtos ideais. Especialmente a tradição marxista que orienta o presente artigo se interessa pelo movimento geral de gênese e eficácia das ideias econômicas, isto é, o processo histórico de origem e deságue dessas ideias, de seus efeitos variados na vida econômica da sociedade. (Paço Cunha, 2025)

De tal maneira, o procedimento de análise da gênese é em si mesmo histórico. (Chasin, 1978; Lukács, 2020) É, na verdade, aspecto incontornável da pesquisa de tal maneira que comparece por meio de diferentes formas, abordagens, propósitos e graus de sistematização. (Dobb, 1977; Rubin, 1979) Por ser incontornável, a potência explicativa de um método de análise se veria severamente prejudicada sem a observação do processo histórico de formação dessas formas ideais. Seria mesmo correto sustentar que não é possível conhecer corretamente uma forma de consciência social, seu conteúdo e *diferença específica*, sem o devido descortinamento do próprio processo histórico de sua constituição. Isso se aplica igualmente a qualquer exemplar do pensamento econômico. Assim, a análise da gênese, sobretudo em base materialista aqui reivindicada, é um componente essencial à explicação na pesquisa histórica dessas formas sociais de consciência precisamente porque se volta ao deslindamento das condições de existência de tais ideias, as quais objetivamente possibilitaram-nas surgir, eventualmente prosperar ou submergir na vida econômica da sociedade.

Conforme argumentaremos na linha da explicação materialista, a gênese da TMVA remonta a pelo menos 1870 e aos processos em curso dali em diante, que forjaram certos aspectos essenciais do modo de produção capitalista. Nosso tema, sobre as condições históricas da primazia do acionista, envolve condições históricas mais gerais e fundamentais, e outras mais contingentes que capturam as modificações importantes, perfazendo um movimento no tempo, incluindo o diálogo crítico com conteúdos que serve de linha auxiliar no esforço explicativo. Podemos mesmo dizer que houve contingências que operaram sobre os fundamentos existentes, que ocorreram *descontinuidades na continuidade*, ambas reveladas pela abordagem materialista desenvolvida. Desse modo, as condições fundamentais continuam ativas mesmo sob as modificações contingentes igualmente relevantes. Como veremos, é o conjunto dessas condições que ampliam a potência explicativa da TMVA como uma formação ideal exemplar do pensamento econômico.

Com efeito, dividimos o restante do artigo em três partes. Na primeira e na segunda, procuramos apresentar os resultados da investigação, isto é, as condições históricas fundamentais e contingentes respectivamente. Na terceira, apresentaremos as considerações finais.

1. Condições históricas fundamentais: TMVA como prolongamento ideal da corporação enquanto unidade entre produção e finança

O ponto de partida decisivo é exatamente aquele que faltou ao reconhecido historiador Alfred Chandler (1998) em sua análise do desenvolvimento da grande empresa: as propriedades mais fundamentais do modo de produção capitalista.

Ao estudar as grandes empresas que se desenvolveram nas linhas férreas dos EUA em meados do século XIX, o historiador norte-americano identificou dois modos básicos ou métodos de estruturação e coordenação das atividades. A mais simples, chamada “funcional”, e a mais complexa, denominada “divisional”, com progressiva descentralização das atividades de gestão das linhas férreas ao nível dos supervisores divisionais.

Refletindo sobre os dois métodos que identificou, Chandler (1998) considerou que a “administração moderna” era representada pelo modelo divisional que estava em contraste com a estagnação representada pelo modelo funcional. Distinguiu o “crescimento evolucionário” (departamentalização, funcional) versus o “crescimento racional” (divisional). (*ibidem*, p. 148) Há, nesse ponto, um juízo por parte do autor ao contrastar as empresas geridas por engenheiros civis, que moldavam empresas “da mesma forma racional e analítica com que enfrentavam o da construção de uma ponte ou ferrovia” (*ibidem*, p. 165), versus aquelas geridas por financistas (NY Central, centralizada), com “soluções intuitivas e menos rigorosamente ponderadas”. (*ibidem*, p. 148) Financistas são, via de regra, pejorativamente considerados pelo autor na condução das empresas por ele referidas. Chandler concluiu que a empresa que operava sob o modelo funcional era conduzida por financistas interessados em ganhos de curto prazo e não no desenvolvimento eficiente e no futuro das corporações, enquanto as demais, conduzidas sob um modelo verdadeiramente moderno, eram conduzidas por engenheiros civis interessados na solução de problemas e no avanço do governo dessas grandes empresas de então.

Há alguns aspectos importantes e associados a serem considerados e que passaram, na melhor das hipóteses, muito subentendidos no trabalho de Chandler. Trata-se de aspectos fundamentais para os quais a tradição marxista está mais bem preparada do que a tendência apologética do autor norte-americano que tendencialmente estaciona no nível mais epidérmico, por mais importante que seja.

Para tanto, devemos recuperar traços essenciais que foram iluminados pela tradição marxista. Sem meias palavras, só existe capital em forma expansiva. A acumulação do capital é um dos processos básicos do modo de produção capitalista e se reflete no crescimento quantitativo e qualitativo das corporações. É aquilo que se reconhece, seguindo Marx (2013) de perto, como composição orgânica do capital, isto é, o montante quantitativo e valorativo da combinação de capital e força de trabalho. Essa acumulação do capital decorre dos ganhos obtidos e, pois, acumulados na forma de capital constante e variável (c/v). Nisso se vê que o ganho ou lucro é condição histórica da

acumulação, pressuposto da disponibilidade de recursos de investimento em mais capital e força de trabalho na competição intercapitalista como possibilidade de extração de mais-valor vertido em lucro a partir do processo reprodutivo continuado. A “circulação do dinheiro como capital é [...] um fim em si mesmo, pois a valorização do valor existe apenas no interior desse movimento sempre renovado”, e isso, de tal modo, que o “movimento do capital é, por isso, desmedido”. (*ibidem*, p. 228) A economia capitalista assim forjada é marcada pela permanente “caça apaixonada ao valor”, pelo “aumento incessante do valor”. (*ibidem*, p. 229)

Essa compulsão econômica primária é realizada por diferentes meios que repercutem na possibilidade de acumulação em espiral positiva. Implica também os modos de coordenação da grande empresa como resposta à essa compulsão e ao estágio da acumulação no movimento dos ciclos econômicos marcados pelas notórias crises. Nesse sentido, podemos dizer sinteticamente que “a grande corporação é a unidade básica do capital e opera de acordo [...] com os princípios da maximização do lucro e da acumulação do capital”. (Sweezy & Magdoff, 1972, p. 118; tradução nossa)

Ao lado do crescimento das corporações, e que deu ensejo à avaliação de Chandler anteriormente indicada, esteve presente o desenvolvimento do mercado de ações (bolsa) como um dos componentes do sistema de crédito, aumentando a disponibilidade de capitais e acelerando os processos gerais dos negócios. (Hilferding, 1985) As corporações atingiram um tal tamanho que seu passo adiante, impossível a capitais isolados, dependeu da criação das sociedades por ações para disponibilidade aumentada de capitais. Essas ações são compradas e vendidas num mercado instável, muitas vezes nebuloso, com potencial de descolamento das reais tendências produtivas uma vez que operam com base em expectativas futuras as quais são obviamente suscetíveis a um alto grau de especulação.

A bolsa de valores, a especulação, a fraude e o crescimento de uma “aristocracia financeira” que a acompanharam, não podem ser considerados anomalias do sistema portanto. Ao contrário. A economia capitalista desenvolveu-se também na forma do assim chamado “rentismo”, publicamente criticado na figura dos “capitalistas monetários”, capitais improdutivos, *rent-seeking* etc. A avaliação pejorativa desse “rentismo” tem seus rastros na secular consideração negativa com respeito à prática dos juros que faz mais dinheiro por meio de dinheiro.

Certo estágio da acumulação demandou as sociedades por ações como resposta à necessidade de obtenção de grandes montantes financeiros disponíveis. Demandou também o mercado de capitais correlato que, por sua vez, colocou a acumulação em patamares ainda mais elevados. Aquilo que era produto (o mercado de capitais), transformou-se em condição da acumulação numa relação de reciprocidades. Colocou na agenda do dia, desde 1870 pelo menos, certo controle financeiro externo dessas grandes corporações, controle que aumenta ou diminui em meio às pressões sobre as variações dos preços das ações no mercado de capital monetário como indicador do desempenho dos assim surgidos colossos econômicos. Há sempre a possibilidade de intervenção por parte de acionistas financistas controladores ou “capitalistas monetários” nos casos de má performance. É um balanço variável. E isso já estava mais ou menos posto na transição entre os séculos XIX e XX e foi reconhecido como imbricação do capital produtivo e financeiro, como fez Lenin (2011) a respeito do imperialismo, seguindo Hilferding (1985) de perto.

Por efeito, e isso é decisivo, as grandes corporações forjaram-se historicamente no modo de produção capitalista como uma unidade dessas características produtiva e financeira. Nessa unidade coexistem forças distintas dadas as características das finanças e da produção. Existe mesmo uma diferença de temporalidade, por exemplo. Os papéis são negociados diariamente na bolsa, destoando dos ciclos produtivos que envolvem a combinação de capital e força de trabalho, a produção e a circulação das mercadorias, além de todas as atividades envolvidas em diversificadas etapas. A taxa de rotação, digamos assim, do capital no ciclo produtivo é consideravelmente maior do que aquela das negociações na bolsa. Assim, a dupla necessidade de retorno no tempo, sobre o capital monetário e sobre o capital produtivo, serve de palco para algum conflito (não antagônico, é bom registrar) no plano dos próprios gestores do capital, suas personificações práticas, e no plano de seus representantes teóricos na academia, na mídia e mesmo em governos. Como veremos adiante, isso comparece na contenda acerca da condução dos grandes negócios, em que a TMVA ocupa lugar de destacável influência.

A partir desse ponto, devemos adicionar outra síntese importante e decisiva. A grande corporação, considerada como unidade básica do capital, opera de acordo com os princípios da maximização do lucro e da acumulação do capital, unidade essa na qual – é preciso sublinhar – estão imbricadas as finanças e a produção e seus derivados tensionamentos que se refletem entre os agentes práticos e teóricos.

São essas propriedades históricas gerais ou fundamentais do modo de produção capitalista que formam a base para aqueles métodos de condução das grandes empresas que Chandler identificou, não sem suas preferências anunciadas por meio das análises importantes apesar de superficiais. E também são essas propriedades que permanecem ativas sob as mudanças mais epidérmicas, sob o debate acalorado sobre a natureza da grande empresa, de suas funções e objetivos. São tais propriedades também que permitem determinar aqui a TMVA *como prolongamento ideal dos impulsos básicos da economia capitalista historicamente articulados na imbricação entre finanças e produção que caracteriza a grande corporação como unidade básica do capital, mas prolongamento que apresenta certa inclinação que a diferencia de outras figurações teóricas*.

Nessa direção, é possível reconhecer que a tendência principal da TMVA é de acento às finanças, algo que já teria sido identificado precisamente a partir de 1870. Se Bukharin (1927) estiver com a razão, o desenvolvimento da “circulação dos papéis financeiros – o mercado de ações” (*ibidem*, p. 25) teria estabelecido as condições para o estabelecimento de correntes de pensamento na qualidade de “consciência social do rentista”. (*ibidem*, p. 28) O autor russo tinha em mente especialmente a tendência marginalista na teoria econômica, tal como aquela que se configurou como escola austríaca. É possível, no entanto, alargar esse achado e ligar à TMVA que, por sua vez, teve campo fértil naquela tendência marginalista. Argumentamos aqui que o acento às finanças que também carrega a TMVA desde sua forma embrionária naquelas circunstâncias não desfaz a unidade entre finança e produção, unidade que permanece como condição geral do desenvolvimento contraditório da economia capitalista e que forja a grande corporação como unidade básica do capital.

A TMVA como prolongamento ideal daquelas compulsões essenciais da economia capitalista historicamente conectadas na unidade entre produção e finança não ficou intacta. Esteve em permanente reciprocidade com os movimentos objetivos e

com as correlações de forças práticas e teóricas em circunstâncias variadas, criando as condições contingentes de seu desenvolvimento. Caberá consideração a respeito desse próprio conflito, especialmente teórico, como meio de comparação que permitirá delimitar mais precisamente as questões em jogo. É o que cabe observar a seguir.

2. Condições históricas contingentes: a TMVA no movimento de descontinuidades na continuidade

Para além do século XIX e daquelas condições fundamentais, outros fatores e contextos entraram em cena na passagem dos anos e que favoreceram o desenvolvimento da TMVA. Trata-se de capturar o seu movimento enquanto prolongamento ideal diante das condições históricas alteradas, incluindo figuração teórica, por assim dizer, adversária (não antagônica, porém) que ajuda a especificar tal movimento. Para tanto é importante delimitar pontos marcantes de alguma inflexão a partir de condições favoráveis ou não ao desdobramento da TMVA, refletindo, no conjunto, a mudança sobre uma mesma base de continuidade.

2.1. Do início do século XX aos anos após a crise de 1929

Um aspecto que evidencia essa ambiência favorável é a referência ao já citado caso Dodge vs. Ford Co. de 1919, em que Ford teria alegadamente interesse em cortar dividendos para aumentar a planta de *River Rouge* e distribuir lucros entre trabalhadores. Dodge, como um dos acionistas da fabricante, reivindicava a distribuição dos lucros. A questão foi judicializada. A decisão jurídica do caso, favorável a Dodge, citou que uma:

[...] corporação é organizada e operada primariamente para o lucro de seus acionistas. Os poderes dos diretores devem ser empregados para tal finalidade. A discricção dos diretores deve ser exercida sobre a escolha dos meios de realização daquela finalidade e não se estende à mudança da finalidade em si mesma, como a redução dos lucros ou a não distribuição dos lucros entre os acionistas para que sejam aplicados a outros objetivos. (Supreme Court of Michigan, 1919; tradução nossa)

A decisão compareceu como reforço jurídico da posição de uma “primazia do acionista” em 1919. É uma evidência de contexto favorável à TMVA. Poderíamos mesmo dizer que expressa certa tradução de uma ideia econômica para a linguagem jurídica, refletindo de modo formalista e descaracterizado a unidade objetiva entre produção e finança com acento circunstancial sobre a última. A primazia do acionista depende também dessas circunstâncias. Mas, como vimos, essa primazia remonta à já existente “consciência social do rentista” que Bukharin (1927) identificou no século XIX e que nos permitiu falar de uma embrionária TMVA como prolongamento ideal da unidade material de finança e produção na economia capitalista sob a forma da grande corporação.

Ocorrências importantes, entretanto, foram capazes de alterar o quadro geral mais favorável à TMVA que parecia estar vigente naquele ano de 1919, implicando modificações contingentes importantes. Com a quebra na bolsa em 1929, deu-se o ensejo de ampliação da crítica pública à especulação e, portanto, a uma renovação da condenação ao “rentismo”. Fez época o tipo de crítica de Keynes (2013) aos improdutivos capitais especulativos.

Nos anos 1930, floresceu especialmente nos Estados Unidos um debate a respeito das funções da grande empresa, entre funções sociais de prestar serviços bons a preços razoáveis, prestar utilidade pública, e funções ligadas ao lucro aos acionistas. Algo como se haveria ou não uma “responsabilidade social da propriedade privada”. Deu-se no contexto do *New Deal* e dos latentes modos de regulação política das grandes empresas, implicando uma discussão de amplas repercussões sobre a natureza da grande empresa, se ela seria apenas uma “ficção jurídica”, uma “pessoa artificial” ou se seria um “instrumento da sociedade”, um “organismo econômico e social”, como sintetizaram Bower & Paine (2017), como um “órgão da sociedade”, como preferiu escrever Drucker (2007 [1955], p. 31) anos depois daquele contexto.

No plano econômico daqueles anos 1930, esse debate ajudou a colocar em evidência o crescimento do poder dos altos gestores diante dos acionistas, despertando a necessidade de regular essa relação entre “agente e principal” para que os gestores (o agente) não se desvirtuassem dos interesses dos acionistas (o principal). (Berle, 1931) Foi uma questão básica para o notório *The modern corporation and private property*, de Berle e Means, publicado em 1932.

É relevante destacar nesse contexto certas reações à primazia do acionista, pelo menos ao modo como a TMVA estava mais ou menos esboçada naquele contexto. Nessa direção, é ilustrativa a constatação feita em 1932 de que já era corrente, há décadas, a ideia segundo a qual a “única função da corporação é, contudo, realizar lucro aos seus acionistas”. (Dodd, 1932, p. 1146) Vale a ênfase segundo a qual predominava em 1932 a visão de que as “corporações existem para o único propósito de gerar lucros aos seus acionistas”. (*ibidem*, p. 1148) Berle também expressou de certo modo uma reação à TMVA ao sugerir no mesmo ano que essa ideia da primazia do acionista era, de fato, em si problemática. Argumentou que:

A maioria dos estudantes das finanças corporativas sonham com o tempo em que a administração corporativa será elevada a um alto grau da responsabilidade requerida – a responsabilidade envolvida não apenas em termos dos direitos dos acionistas, mas em termos de uma governança econômica satisfatória às respectivas necessidades de investidores, trabalhadores, consumidores e comunidade agregada. (Berle, 1932, p. 1372; tradução nossa)

Mais tarde essa posição ganhará outra nomenclatura (*stakeholders*) para expressar a função da grande empresa vinculada aos vários grupos envolvidos, não apenas seus acionistas. Essa posição será, como veremos, revisitada em circunstâncias alteradas. Não obstante, essas questões fomentadas por Dodd e Berle apareceram muito no plano da convergência entre teoria econômica e o campo jurídico.

No campo das personificações práticas do capital, Chester Barnard (1956 [1938]) de certa forma ecoou essas mesmas preocupações, admitindo que a empresa era um sistema social cooperativo de muitos interesses “contribuintes” entre clientes, fornecedores, acionistas, empregados, executivos. Nesse contexto, chegou inclusive a recusar a ideia de lucro como objetivo central da grande empresa. Segundo ele, em “uma organização industrial o objetivo é a produção de bens materiais ou serviços”. Em nota de rodapé, esclareceu que:

O objetivo não é o lucro, apesar de homens de negócios, economistas, eclesiásticos, políticos, sindicatos, persistentemente distorcerem o objetivo. O lucro pode ser essencial para a existência de uma oferta de incentivos que

satisfaça os motivos daquela classe de contribuintes habitualmente designada por proprietários ou investidores, cujas contribuições, por sua vez, foram essenciais para a oferta de incentivos a outras classes de contribuintes. As possibilidades de lucro e a sua realização, em certa medida, são necessárias em algumas economias como condições sob as quais é possível uma oferta contínua de incentivos; mas o propósito objetivo de nenhuma organização é o lucro, mas sim serviços. Entre os industriais, isto foi mais enfatizado pelo Sr. Ford e por algumas organizações de utilidade pública. (Barnard, 1956 [1938], p. 154; tradução nossa)

Não deixa de ser uma espécie de malabarismo verbal a tentativa de submergir o lucro aos serviços como finalidade da grande corporação, embora não possa desconectar da existência do lucro como condição essencial de tais serviços. Mas o exemplo serve ao propósito de aqui sugerir que a problemática assediava os intelectuais e agentes práticos de modo a estabelecer, já naqueles anos, certa oposição geral à TMVA, como nas figuras de Dodd, Berle e Barnard. Como voltaremos a observar, essa posição será retomada em embates futuros dadas as condições contingentes alteradas e se consolidará como adversária não antagônica da TMVA.

A crise daqueles anos após 1929 fez tender a seta política na direção da regulação da dinâmica econômica, para a crescente participação estatal na economia de modos peculiares. (Appelbaum, 2019) É muito emblemática a penetração da “planificação” de diferentes modos, em diferentes países. A segunda guerra mundial criou um cenário de maior participação estatal dado o esforço de guerra, controle de preços etc. Fez época as preocupações com o planejamento e seus efeitos econômicos e políticos. É dos anos 1940 o debate entre Keynes e Hayek (Wapshott, 2011), no Atlântico Norte, e entre Simonsen & Gudin (2010), no Sul.

2.2. Do pós-guerra aos anos após a crise dos anos 1970

O pós-guerra viu a ocorrência da expansão das grandes empresas globalmente, sobretudo as norte-americanas no aproveitamento de oportunidades com a reconstrução dos envolvidos na incivilidade da destruição e da caçada humana. Nas décadas seguintes, o horizonte era o da reconstrução e da rivalidade entre os blocos geopolíticos de então, como se sabe. O importante, no caso, é reconhecer que aquele impulso da caça aos lucros e o ímpeto expansivo do capital nunca cessam de exercer força como compulsão econômica básica. É algo permanente como traços essenciais da economia capitalista. Nem a imbricação entre finança e produção esmoreceu. Aquela ideia, segundo a qual o objetivo da grande empresa é o interesse dos acionistas, jamais desapareceu por completo ainda que as condições contingentes se mostrassem menos favoráveis. Mesmo diante de regulamentações sobre a mobilidade dos capitais e restritivas da distribuição de dividendos, havia estridentes reações. Stigler (1952, p. 5; tradução nossa), por exemplo, escreveu que “mais e mais as grandes empresas são chamadas a agir no ‘interesse social’ e mais e mais o governo está interferindo em suas operações rotineiras”. No final dos anos 1960, já havia sinais de desaceleração econômica (Mészáros, 2015) que modificariam as condições históricas contingentes até então, favorecendo posições como a de Stigler. Despontava-se um personagem já referido anteriormente e importante ao nosso tema: Milton Friedman.

Já em 1962, Friedman ecoava certo conjunto de ideias enfileiradas à chamada “ortodoxia liberal”. De muitas maneiras, há o reforço de ligações com certas posições

que vimos despontar no século XIX. De modo curioso, retomou aquele ponto de Berle e Dodd sobre qual seria de fato a responsabilidade social da empresa. Reivindicou a envelhecida “mão invisível” combinada a uma “arquitetura jurídica” tal que a perseguição dos interesses individuais fosse meio de promoção dos interesses da sociedade. Contrastou essa fórmula com posição considerada por ele adversária, sugerindo que tal posição estava em ameaçadora ascensão:

Tem ganhado ampla aceitação a ideia de que os dirigentes empresariais [...] têm uma “responsabilidade social” que vai além de servir os interesses dos seus acionistas ou dos seus membros. Esta visão mostra um equívoco fundamental sobre o carácter e a natureza de uma economia livre. Numa economia deste tipo, existe uma e apenas uma responsabilidade social das empresas – utilizar os seus recursos e envolver-se em atividades destinadas a aumentar os seus lucros, desde que permaneçam dentro das regras do jogo, ou seja, envolvam-se em atividades abertas e livre concorrência, sem engano ou fraude. (Friedman, 2002 [1962], p. 133; tradução nossa)

Chama a atenção que, na avaliação oferecida, a posição desafiadora, que ganhava aceitação, não aparece como predominante na consideração. Predominante naquele contexto, portanto, era a posição de Friedman quanto à responsabilidade da grande empresa em gerar lucro e apenas lucro, ainda que em geral considerasse que estava sob ameaça. De toda forma, a síntese é que, numa economia capitalista, as grandes corporações devem, segundo ele, mirar prioritariamente seus lucros e seria grave erro orientá-las de outro modo.

Anos depois, Friedman adotou uma postura ainda mais direta no texto denominado *A responsabilidade social da empresa é aumentar seus lucros*, publicado na *The New York Times Magazine* e obteve uma grande audiência a partir de então. No texto, ele amarrou o objetivo da grande empresa e a função de seus executivos:

Na livre empresa, um sistema de propriedade privada, o executivo corporativo é um funcionário dos proprietários da empresa. Ele tem responsabilidade direta perante seus empregadores. Essa responsabilidade é conduzir o negócio de acordo com os seus desejos, que geralmente será ganhar tanto dinheiro quanto possível, ao mesmo tempo que se conforma com as regras básicas da sociedade, tanto as consagradas na lei como as consagradas nos costumes éticos. (Friedman, 2007 [1970], p. 173-174; tradução nossa)

Apelando para a tática do medo, já amplamente em uso no pensamento econômico antes mesmo de Hayek (*The road to serfdom*, de 1944), Friedman classificou a posição adversária como ameaçadoramente “socialista”. Disse ele que a “doutrina da “responsabilidade social” envolve a aceitação da visão socialista de que os mecanismos políticos, e não os mecanismos de mercado, são a forma apropriada de determinar a alocação de recursos escassos para usos alternativos”. (Friedman, 2007 [1970], p. 175; tradução nossa) Estaria em jogo o grau da regulação e o tipo de orientação sobre as grandes empresas e das suas decisões econômicas de amplas repercussões.

A maneira como a questão foi colocada por Friedman enlaça num mesmo plano tanto a política econômica quanto a condução das grandes empresas. Com ou sem razão, parece haver a sugestão de que a suposta posição “socialista”, de intervenção estatal e responsabilidade social da empresa, já se encontrava predominante naqueles anos 1970. A posição refletida na livre empresa conduzida por executivos voltados ao maior lucro possível aos seus acionistas teria sido corroída, segundo ele, pelas

disfuncionais interferências políticas nos mecanismos de mercado. Ele percebia que a política econômica daqueles anos, com maior intervenção estatal como dissemos, ajudava a criar uma atmosfera intelectual favorável ao ataque de sua posição. Para ele, cabia modificar a política econômica e garantir a condução das empresas pelos gestores à luz dos interesses de seus acionistas contrariamente à posição “socialista” adversária.

Teve oportunidade para isso com a crise da década de 1970 que colocou em dúvida as medidas econômicas até então tomadas diante do processo inflacionário em contexto de estagnação. Em prefácio de 1980 para *Capitalismo e liberdade*, Friedman refletiu retrospectivamente que:

Somente uma crise real ou percebida produz uma mudança real. Quando essa crise ocorre, as ações que são tomadas dependem das ideias que estão por aí. Essa, acredito, é nossa função básica: desenvolver alternativas às políticas existentes, mantê-las vivas e disponíveis até que o politicamente impossível se torne politicamente inevitável. (Friedman, 2002 [1962], p. xiii-xiv; tradução nossa)

As “políticas existentes”, como dito, enlaçam o plano econômico geral e a direção das corporações. Modificá-las, no ideário de Friedman, serviria ao propósito de blindagem daquela posição que representa a grande corporação gerida por executivos voltados aos interesses dos acionistas. Adveio circunstância de aberto ataque às medidas políticas de regulação econômica. É desse período o circulante argumento que responsabilizava o Estado pela crise econômica da década de 1970. Com o desenrolar da crise daqueles anos, sobrevieram modificações importantes no plano da política econômica e da regulamentação, dando mais força para política monetarista e eliminando as barreiras sobre a mobilidade do capital, especialmente na esfera financeira. Foi a resposta prática encontrada às circunstâncias de crise econômica com o objetivo de possibilitar a reação do setor corporativo ao travamento da acumulação e da caçada aos lucros. (Guedes & Paço Cunha, 2021) Isso favoreceu claramente a tendência de governo corporativo nos termos refletidos na TMVA.

Se Friedman manteve viva a política de máximo retorno ao acionista, os já referidos Jensen e Meckling foram aqueles que sistematizaram essa orientação num quadro teórico com áurea de cientificidade matemática. Jensen e Meckling são reconhecidos por esse trabalho de 1976, que procurou estabelecer uma teoria da estrutura de propriedade da grande empresa. A concordância de fundo é com aquela posição defendida por Friedman. E ficaram conhecidos pelo esboço geral de vinculação dos executivos à estrutura de propriedade por meio da remuneração em forma das ações da própria empresa, dando passo importante para a configuração da TMVA tal como a conhecemos hoje.

É importante dizer que eles não inventaram essa abordagem geral do “comportamento maximizador”. Isso é uma antiga herança do pensamento econômico, dos debates sobre o comportamento racional e dos limites cognitivos. A questão no caso é que ajudaram a sintetizar as várias tendências que sustentam, em suas palavras, a “noção do comportamento maximizador por parte de todos os indivíduos”, sobretudo tendo em mente o “comportamento dos administradores de grandes empresas”. (Jensen & Meckling, 1976, p. 307; tradução nossa) Amarraram esse comportamento maximizador a um “sistema de remuneração e incentivos para o administrador ou

conceder a ele opções sobre ações que lhe darão o direito sobre o limite inferior da distribuição dos resultados”. (*ibidem*, p. 353) Essa sistematização obteve extraordinária aceitação e difusão, preparando condições contingentes bastante favoráveis à difusão da TMVA.

Talvez seja desnecessário dizer que essa teoria encontrou reciprocidades com o plano político propriamente dito. Na verdade, já era algo que Friedman havia realizado teoricamente, como vimos, por meio do enlace entre política econômica e condução dos negócios. Mas no final dos anos 1970 e início dos 1980, o enlace entre o plano mais geral da política econômica e o plano mais particular da gestão das empresas refletiu-se em muitas práticas de governo e em pronunciamentos afetados de Thatcher e Reagan. (Wapshott, 2011) Isso não é de modo algum desimportante. Ao contrário, isso contribuiu em termos retóricos e práticos para as condições históricas contingentes, preparando um ambiente mais propício para uma acomodação das relações de forças que aquela TMVA também refletia, isto é, ampliar a margem de ação do capital diante das condições de crise econômica. Ao fundo, está pressuposta a corporação como unidade do capital, como já apontamos. Mas essa agenda teve difusão por muitos outros poros, não só pelo político. Appelbaum (2019) registrou a articulação entre diferentes agências, tais como livros financiados por *think tanks*, artigos em jornais, o próprio jornalismo econômico, juristas, laços familiares e de amizade que de certo modo ajudaram a configurar uma ambiência favorável àquela teoria diante das circunstâncias de crise econômica.

Na década de 1980, essa teoria consolidou-se mais claramente no plano da gestão das empresas. Mesmo porque os efeitos da crise de 1970 continuaram muito ativos. Como reconheceu a *The Economist* a respeito, entre 1980 e 1990 os:

[...] lucros relativos ao PIB estavam historicamente baixos e a competição global alta. Os administradores utilizam a metodologia do valor ao acionista para desmembrar os conglomerados e abandonar os negócios fracos. A indústria financeira encontrava-se desregulamentada, criando um exército de processadores de números para escrutinar as empresas. (SHAREHOLDER, 2016, n.p.; tradução nossa)

Desses anos, é emblemático o livro de Rappaport, de 1986, intitulado *Criando valor ao acionista: o novo padrão para os negócios*. O texto então refletia as condições contingentes plenamente favoráveis à TMVA e de baixa contestação. No texto podemos ler que:

A ideia de que as estratégias empresariais devem ser avaliadas pelo valor econômico que criam para os acionistas é bem aceita na comunidade empresarial. Afinal de contas, sugerir que as empresas operem no melhor interesse dos seus proprietários não é controverso. (Rappaport, 1986, p. xiii; tradução nossa)

O que o autor não sabia é que essa ideia era muito mais antiga, remontando ao século XIX como vimos, e foi consideravelmente aceita durante todo o século XX, como estamos tentando sugerir, ainda que sob contestação variada. O importante é que parecia não ter adversário à altura naqueles anos da década de 1980 devido aos processos históricos que relatamos, a não ser a dificuldade quanto a “como avaliar as estratégias e o desempenho subsequente com medidas que estejam confiavelmente ligadas ao

objetivo de proporcionar retornos máximos aos acionistas”. (Rappaport, 1986, p. xiii; tradução nossa)

A resposta quanto aos meios para isso veio pouco tempo depois. Desde 1990, já foram sete edições de *Valuation: medindo e gerenciando o valor das empresas*, traduzido também para o português desde então. Embora de linha prática, não está ausente a apresentação da posição essencial quanto à teoria em tela:

As empresas prosperam quando criam valor econômico real para os seus acionistas. As empresas criam valor ao investir capital com taxas de retorno superiores ao seu custo de capital. Essas duas verdades se aplicam em todos os momentos e geografias. (Koeller, Goedhart, & Wessels, 2016 [1990], p. xii; tradução nossa)

Em suma, as “empresas que crescem e obtêm um retorno sobre o capital que excede o seu custo de capital criam valor”. (*ibidem*, p. 3) No “capitalismo orientado para os acionistas” (*ibidem*), explicaram, o valor é medido em preço correspondente ao montante do retorno. Essa teoria obteve grande influência, como já sinalizamos. Esteve presente nos livros dos mais variados temas que cobrem as facetas da condução das grandes empresas. Foram materiais difundidos em muitas traduções, inclusive para o português, e utilizados na formação de gerações de profissionais, tais como administradores, advogados, contabilistas e economistas. Até 2016, pelo menos, a *Business Roundtable*, associação que reúne os principais executivos das maiores empresas norte-americanas, sustentava que as “corporações existem principalmente para servir aos seus acionistas”. (Business Roundtable, 2019b, p. 1; tradução nossa) É uma evidência muito forte de sua difusão e alcance.

2.3. Os anos seguintes à crise de 2008

Essa teoria secular, ainda que sistematizada e aperfeiçoada a partir dos anos 1970, sofreu novo criticismo, especialmente desde a crise de 2008. (Bower & Paine, 2017; Denning, 2011; 2017; Martin, 2011) As críticas centraram-se essencialmente nas tendências de orientação de curto prazo para a condução das grandes empresas e nas consequências daí derivadas. É emblemática a consideração de que a TMVA, tal como expressa no farol do “preço corrente das ações” leva:

[...] a uma visão de curto prazo desenfreada, a recompras excessivas de ações, negligenciando o investimento, leva a uma disparada da remuneração dos altos executivos e à má alocação de recursos na economia. Como resultado, ao longo das décadas desde o seu nascimento, a teoria do valor ao acionista não só falhou nos seus próprios termos restritos de ganhar dinheiro para os acionistas. Ela tem destruído continuamente a capacidade produtiva e o dinamismo de toda a economia. (Denning, 2017, n.p.; tradução nossa)

No conjunto, a TMVA e sua orientação curtoprazista incorreria em modelo de gestão *top-down* nas empresas, diminuindo as capacidades inventivas e de atendimento aos consumidores, favorecendo a irresponsabilidade ambiental e social. Ela teria aberto sala para maior número de fraudes, escândalos e bolhas financeiras ao empurrar os executivos além dos limites morais. Segundo seus argutos críticos, a TMVA teria, assim, influenciado a condução das grandes empresas na direção de consequências muito problemáticas para elas próprias e para o conjunto da sociedade.

Esse criticismo possui clara orientação de longo prazo para as decisões corporativas, faz apelo à regulamentação e recorre a posições que acusam o risco moral envolvido na adesão do mundo corporativo àquela teoria. Renovam argumentos a respeito do caráter social das corporações, por assim dizer, como órgãos da sociedade. Ao cabo, é a posição já por nós conhecida a partir daquilo que vimos aproximadamente com Dodd, Berle e Barnard como reação à crise daqueles anos 1930. Essas circunstâncias fizeram balançar as condições contingentes até então favoráveis à TMVA pós crise de 2008.

Com esse contexto de desconfiança em relação à teoria, e que remonta à crise de 2008, abriu-se um período de reações críticas, mas também de contrarreações. É importante ver nelas aspectos sintomáticos do momento peculiar que se abriu e que se estende aos dias atuais.

Com efeito, a notória revista *The Economist*, que frequentemente se coloca como bastião da primazia do acionista, sugeriu que o “valor de uma empresa está baseado em sua performance de longo prazo, não em uma engenharia financeira”, recusando a crítica de que a TMVA fosse necessariamente curtoprazista. (Shareholder, 2016; tradução nossa) Nesse sentido, argumentou que “surtos de loucura nos mercados tendem a ocorrer porque as pessoas infringem as regras do valor ao acionista ao invés de segui-las”. (*ibidem*) Isso se aplicaria, segundo a prestigiada revista, tanto à “bolha da internet de 1999-2000” quanto ao “*crash* bancário” de 2008. Para ela, tais “fiascos ocorrem por falha de governança e da natureza humana, não de uma ideia” como a TMVA. (*ibidem*) Além do mais, sugeriu que não haveria qualquer contradição na teoria em questão, uma vez que há um alinhamento mais ou menos óbvio entre os objetivos de todos os possuidores de títulos e de outros interessados nas empresas. A conclusão da revista é que o “problema está em identificar um alvo que pudesse substituir a perseguição do valor ao acionista”, mesmo porque as corporações não foram, segunda ela, projetadas para “resolver desigualdades” sociais e outros embaraços, tais como as condições ambientais. (*ibidem*)

Os próprios autores do consagrado livro *Valuation* escreveram reativamente que a “criação de valor ao acionista não é o mesmo que maximizar os lucros de curto prazo. As empresas que confundem as duas coisas frequentemente colocam os envolvidos e acionistas em risco”. É um destaque o movimento de incluir “envolvidos” ao lado dos “acionistas”, todos compartilhando riscos de igual forma. Isso sugere um comedido deslocamento para além da orientação exclusiva aos acionistas. Os autores concluíram ainda que o “sistema focado na criação de valor ao acionista não é o problema; o curtoprazismo sim”. (Koeller, Goedhart & Wessels, 2016 [1990], p. 3-4; tradução nossa) De tal maneira, para os “atuais executivos orientados pelo valor, a criação de valor ao acionista não pode limitar-se simplesmente a maximizar o preço atual da participação acionária dos atuais acionistas”. Arremataram o argumento ao sustentarem que a “evidência aponta para um objetivo melhor: maximizar um valor coletivo da empresa aos atuais e futuros acionistas, não apenas para os de hoje”. (*ibidem*, p. 4) Isso significa algo para a gestão, pois “criar valor para os atuais e futuros acionistas significa que os gestores não devem tomar ações que aumentam os preços das ações hoje se tais ações danificarão o caminho”. (*ibidem*, p. 6)

O debate entre a reação e a contrarreação claramente assumiu o rumo geral de tentar salvar a “verdadeira” TMVA dos seus supostos efeitos problemáticos, sobretudo

a tendência interna ao curto prazo próprio do aspecto financeiro que se reflete nas bolsas. Isso vale para o lado de seus defensores (como dito acima, colocando “envolvidos” e “acionistas” num mesmo quadro) quanto para seus detratores. Tanto que um dos frequentes críticos da teoria adotou um tom diferente, ao sugerir que “o que domina os negócios hoje é assim uma versão degradada da teoria do valor ao acionista – a ideia segundo a qual a finalidade da empresa é maximizar o valor ao acionista como refletido no preço de mercado corrente”. (Denning, 2017, n.p.; tradução nossa) Acusar a TMVA difere de criticar uma versão degradada dela.

E quem teria a rebaixado a essa vulgaridade? As empresas, responderam Koeller, Goedhart & Wessels (2016 [1990], p. 4), pois teriam confundido a criação de valor ao acionista com a maximização dos lucros de curto prazo. Foram os agentes práticos movidos por sua natureza diante de arquitetura regulatória precária, como disse a *The Economist*, ao responsabilizá-los pela vulgarização da assim considerada ativa primazia do acionista. (Shareholder, 2016) Diante das empresas e dos agentes práticos, esses ideólogos tornaram-se uma espécie de pastores, incrédulos diante do rebanho que não fez mais do que agir, parafraseando Marx (2013, p. 228-229), como “portadores conscientes” do movimento sempre renovado de circular dinheiro como capital. Esses mesmos ideólogos de certa maneira tentam, em essência, desembaraçar-se daquilo que eles mesmos refletem, como espécie, não linear obviamente, de “representantes científicos” dos interesses de seu rebanho.

De um modo ou de outro, todos os protagonistas envolvidos concordam que o curtoprazismo ronda a TMVA ou versões dela. Mesmo a *Business Roundtable* reconheceu que, em termos práticos, as “estratégias de alocação de capital visando o valor de curto prazo pode ser inteiramente apropriado a um acionista” (Business Roundtable, 2016; tradução nossa) embora não o seja de um ponto de vista ampliado. Nem a *The Economist* nega esse problema existente, nem os autores de *Valuation*, embora tentem eximir a teoria que representam, como vimos.

Mas isso em nada altera o elemento de fundo, mais essencial. Tanto os críticos longoprazistas (reação) quanto os seus defensores (contrarreação) são incapazes de reconhecer, entre outras coisas, que se digladiam com reflexo da própria unidade entre finança e produção operada de acordo com aqueles princípios da maximização do lucro e da acumulação de capital. Não é por acaso que a seta que passou a direcionar certas coisas na década após a crise de 2008 é, como já foi no passado, direcionada para o apelo moral e, na síntese do debate entre reação e contrarreação, para a necessidade de certa regulamentação sobre os agentes práticos especialmente na figura das grandes corporações, sobretudo no que toca as operações das finanças. Restam sinallizadas tendências de modificação nas condições contingentes da TMVA.

Nessa direção, em 2019, com as empresas sob pressão para declararem “objetivos sociais” (Companies, 2019; Shareholder, 2019), a *Business Roundtable* protagonizou direcionamento importante e muito emblemático da alteração das condições históricas contingentes à TMVA. Aqui vale um contraste muito esclarecedor. Como já indicado, essa associação dos principais executivos das mais importantes corporações norte-americanas sustentou, no final dos anos 1990, que o “principal objetivo de uma empresa é gerar retornos econômicos aos seus acionistas”. (Business Roundtable, 1997, p. 1; tradução nossa) Ao redefinir essa posição em 2019, considerou que o “obje-

tivo da corporação” na verdade é “promover uma economia que sirva a todos os americanos”. (Business Roundtable, 2019a, n.p.; tradução nossa) É uma evidente alteração. Para ela,

[...] tornou-se claro que esta linguagem sobre o propósito corporativo [gerar retorno econômico ao acionista] não descreve com precisão a forma como nós e os nossos colegas CEOs nos esforçamos todos os dias para criar valor para todos os nossos stakeholders, cujos interesses a longo prazo são inseparáveis. (Business Roundtable, 2019b, p. 1; tradução nossa)

118

Isso foi reforçado em 2022, ao subscrever que para o “sucesso de longo prazo, as corporações devem beneficiar a todos os Stakeholders”. (Business Roundtable, 2022, n.p.) Aparentemente, perderam espaço os acionistas (*shareholders* ou *stockholders*) e o retorno econômico ao acionista; ganharam destaque os stakeholders (todos os “envolvidos”, “contribuintes”) e uma economia a longo prazo alegadamente para todos. É possível capturar nisso as mudanças nas condições históricas contingentes que estabelecem um cenário menos favorável à TMVA do que antes de 2008.

Essa alteração de posição é muito ilustrativa do caráter reativo às condições históricas modificadas por efeito das mais recentes ocorrências sísmicas na economia capitalista, sobretudo desde 2008, e as dificuldades rastejantes de saída alternativa aos entraves à acumulação de capital. No fundo, o debate entre reação (críticos) e contrarreação (defensores) da TMVA é expressão ideal e, por vezes, esfumaçada, das compulsões que emanam da unidade entre produção e finança sobre a qual apenas se pode exercer controle limitado. De certo modo, é uma admissão envergonhada de que materializam a tentativa precária de contensão dessas compulsões da economia capitalista que se refletem na corporação como unidade do capital. Não é acaso que passam a focalizar uma versão degradada e a responsabilizar as próprias grandes empresas e seus gestores. Menos ainda é acaso que no horizonte estejam renovadamente os mecanismos regulatórios.

E poderiam ter horizonte diferente? A questão central parece ser a calibragem desses mecanismos tendo em vista a possibilidade de reprodução econômica continuada. Em outros termos, a questão central que une reação e contrarreação parece ser a de estabelecer um modo de condução da grande empresa que seja auxiliar a um novo ciclo de espiral positiva da acumulação de capital. Como disseram certos “opositores” longoprazistas da TMVA, esses supostos militantes socialistas segundo o prisma do ortodoxo Friedman:

Não entenda errado: somos capitalistas em essência. Acreditamos que a participação generalizada na economia por meio da propriedade de ações de empresas negociadas publicamente é importante para o tecido social e que proteções fortes são essenciais para os acionistas. Mas a saúde do sistema econômico depende da definição correta do papel dos acionistas. (Bower & Paine, 2017, p. 52; tradução nossa)

Em essência, defensores e opositores da TMVA são aspectos de um conflito não antagônico derivado da própria corporação como unidade de produção e finança que responde aos imperativos do lucro e da acumulação. É um conflito em meio ao qual seus contentores não estão habilitados a reconhecer com a devida clareza o elemento essencial, menos ainda a resolver seus termos estruturantes, senão por acomodações provisórias, investidas e recuos. Esse mesmo conflito de superfície já compareceu em

outros momentos, como vimos, mas em circunstâncias diferentes. O próprio conflito, seu grau de hostilidade e termos de acomodação são índice das condições históricas contingentes alteradas que operam sobre as condições históricas fundamentais, em suma, operam como descontinuidades na continuidade. Pelo menos até os primeiros anos da década de 2020, tais descontinuidades parecem atuar na direção de arrefecer a força de convencimento que a TMVA teve outrora. As mudanças no cenário global atual parecem indicar o pêndulo para uma maior intervenção estatal nas economias e mesmo na condução dos negócios. Pelo menos até que uma nova crise se avizinha, e, parafraseando Friedman, o “politicamente impossível se torne politicamente inevitável”. (Friedman, 2002 [1962], p. xiii-xiv; tradução nossa)

Considerações finais

O embate que observamos se desenrolar desde o século XIX, especialmente após a crise de 1929, é apenas uma manifestação de superfície do tensionamento da grande corporação como unidade do capital na qual finança e produção estão enlaçadas e que opera segundo a caça aos lucros e a acumulação. Particularmente, a TMVA é uma variante dessa manifestação, uma espécie de prolongamento ideal de um conflito que está posto nessa própria unidade desde pelo menos 1870.

É também um instrumento de batalha intelectual no século XX com a variante distinta, porém, não antagônica. Como tal instrumento, transcendeu o próprio conflito que lhe deu ensejo. A teoria é produto de condições históricas, como vimos, mas também operou na preparação do terreno subjetivo em circunstâncias especiais para um modo de conduzir as grandes empresas em uma certa direção, justificando as opções quanto à alocação de recursos, estabelecendo prioridades e definindo quais externalidades são aceitáveis. As reações mostram claramente esse embate do qual é expressão muito emblemática a mudança de posição de uma *Business Roundtable*, por exemplo. São oscilações entre as posições já muito conhecidas, pelo menos desde 1929, e renovadas em circunstâncias alteradas.

Mas há muita névoa nessa questão. As crises, a opinião pública e a correlação de forças circunstanciais a espessam ou a rareiam. Se, por um lado, na TMVA fica plenamente revelada a força prevalecente do retorno econômico ao acionista, por outro lado, na alternativa de equilibrar os múltiplos interesses entre acionistas, clientes, fornecedores, empregados, comunidade etc., essa força se disfarça muito mal em uma suposta coletividade de iguais contribuintes. Isso porque, diante do enlace entre produção e finança governado em última instância pela caçada aos lucros e pela expansão da acumulação de capital, uma dessas forças necessariamente prevalecerá dadas as propriedades essenciais da economia capitalista e o movimento que ela perfaz. Os apelos morais e regulatórios encontram nisso seus limites. Na contenda entre a barbárie explícita de uma TMVA e a hipocrisia de sua contensão, os lados igualam-se em seus propósitos com respeito à reprodução continuada dessa economia em sentido expansivo. Mas, em seu barbarismo, a TMVA expressa melhor e com muito menos disfarces as compulsões dessa economia, ainda que as apresente como virtudes.

Como sugerido, o próprio conflito não antagônico destacado é índice das condições contingentes alteradas. Foi possível trazer à luz do dia a primazia do acionista como orientação básica da grande empresa. As condições históricas contingentes foram favoráveis a isso no século XIX e após os anos 1970, e desfavoráveis depois de 1929

e de 2008. No momento, parece que a TMVA segue mais ou menos abalada. No entanto, essa teoria é uma tendência permanente como função das condições históricas essenciais que apontamos porque tais condições são a continuidade sob as descontinuidades, o fundamento sob as contingências históricas. Atualmente, as favoráveis condições históricas mais contingentes parecem prejudicadas dado o criticismo e as mudanças nas posições observadas. Mas seus ideólogos permanecem ativos, exercitando aquela “função básica”, como expressou Friedman (2002 [1962], p. xiii-xiv; tradução nossa), de desenvolver alternativas, mantê-las vivas e disponíveis. E assim permanecerão tanto quanto a sua contraparte não antagônica, uma vez que decorrem das mesmas condições mais essenciais, embora sofram efeitos das circunstâncias distintas e ativamente as afetem em direções variadas. É uma história viva, uma dialética de modificações naquilo que tem, até agora, persistido.

Referências

- AMBROSINO, A.; CEDRINI, M.; DAVIS, J. B. "Economics imperialism and economic imperialism: two sides of the same coin". *Review of Political Economy*, Durham, v. 37, n. 1, p. 245-263, 2025. DOI: 10.1080/09538259.2023.2247358.
- APPELBAUM, B. *The economists' hour: false prophets, free markets, and the fracture of society*. New York: Little, Brown and Co., 2019.
- BERLE, A. A. "For whom corporate managers are trustees: a note". *Harvard Law Review*, v. 45, n. 8, p. 1365-1372, 1932. DOI: 10.2307/1331920.
- BERLE, A. A. "Corporate powers as powers in trust". *Harvard Law Review*, v. 44, n. 7, p. 1049-1074, 1931. DOI: 10.2307/1331341.
- BOWER, J.; PAINE, L. "The error at the heart of corporate leadership". *Harvard Business Review*, Boston, maio-jun, 2017. Disponível em: <<https://hbr.org/2017/05/the-error-at-the-heart-of-corporate-leadership>>. Acesso em: 12/08/2025.
- BUKHARIN, N. *The economic theory of the leisure class*. New York: International Publishers, 1927.
- BUSINESS ROUNDTABLE. "For long-term success, companies must deliver for all stakeholders". *Business Roundtable*, [s.l.], 19/08/2022. Disponível em: <<https://www.businessroundtable.org/for-long-term-success-companies-must-deliver-for-all-stakeholders>>. Acesso em: 12/08/2025.
- BUSINESS ROUNDTABLE. "Business roundtable redefines the purpose of a corporation to promote 'an economy that serves all Americans'". *Business Roundtable*, [s.l.], 19/08/2019a. Disponível em: <<https://www.business-roundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>>. Acesso em: 12/08/2025.
- BUSINESS ROUNDTABLE. "Our commitment". *Business Roundtable*, [s.l.], 2019b. Disponível em: <<https://yellowhammernews.com/wp-content/uploads/2019/08/Business-Roundtable-Wall-Street-Journal-Ad2-copy.pdf>>. Acesso em: 28/11/2025.
- BUSINESS ROUNDTABLE. "Principles of corporate governance". *Business Roundtable*, [s.l.], 2016. Disponível em: <<https://s3.amazonaws.com/brt.org/Principles-of-Corporate-Governance-2016.pdf>>. Acesso em: 12/08/2025.
- BUSINESS ROUNDTABLE. "Statement on corporate governance". *Business Roundtable*, [s.l.], set, 1997. Disponível em: <<https://www.ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/businessroundtable.pdf>>. Acesso em: 12/08/2025.
- CHANDLER, A. "Estradas de ferro: pioneiras da moderna administração de empresas". In: CHANDLER, A. *Ensaio para uma teoria histórica da grande empresa*. Rio de Janeiro: FGV, 1998.
- CHASIN, J. *O integralismo de Plínio Salgado*. São Paulo: Editora Ciências Humanas, 1978.
- CHESNAIS, F. "O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos". In: CHESNAIS, F. (org.). *A finança mundializada*. São Paulo: Boitempo, 2005.
- CHESTER, B. *The functions of the executive*. Cambridge: Harvard University Press, 1956 [1938].

- COMPANIES under pressure to declare “social purpose”. *Financial Times*, Londres, 22/08/2019. Disponível em: <<https://www.ft.com/content/7ba44ea8-c4f7-11e9-a8e9-296ca66511c9>>. Acesso em: 12/08/2025.
- DENNING, S. “Making sense of shareholder value: ‘the world’s dumbest idea’”. *Forbes*, [s.l.], 17/07/2017. Disponível em: <<https://www.forbes.com/sites/stevedenning/2017/07/17/making-sense-of-shareholder-value-the-worlds-dumbest-idea/?sh=452dae592a7e>>. Acesso em: 12/08/2025.
- DENNING, S. “The dumbest idea in the world: maximizing shareholder value”. *Forbes*, [s.l.], 28/11/2011. Disponível em: <<https://www.forbes.com/sites/stevedenning/2011/11/28/maximizing-shareholder-value-the-dumbest-idea-in-the-world/>>. Acesso em: 12/08/2025.
- DOBB, M. *Teorias do valor e distribuição desde Adam Smith*. Lisboa: Editorial Presença; São Paulo: Martins Fontes, 1977.
- DODD, E. M. “For whom are corporate managers trustees?”. *Harvard Law Review*, v. 45, n. 7, p. 1145-1163, 1932. DOI: 10.2307/1331697.
- DRUCKER, P. *The practice of management*. [S.l.]: Elsevier, 2007 [1955].
- FRIEDMAN, M. “The social responsibility of business is to increase its profits”. In: ZIMMERLI, W. C.; HOLZINGER, M.; RICHTER, K. (eds.). *Corporate ethics and corporate governance*. Berlin: Springer, 2007 [1970]. DOI: 10.1007/978-3-540-70818-6_14.
- FRIEDMAN, M. *Capitalism and freedom*. 40ª ed. Chicago: The University Chicago Press, 2002 [1972].
- GUEDES, L. T.; PAÇO CUNHA, E. “Financiamento do capital fixo (1970-2012): dissolvendo o paradoxo aparente entre financeirização e autofinanciamento em contexto de queda da taxa de lucro”. *Revista Brasileira de Estudos Organizacionais*, v. 8, n. 1, p. 16-54, 2021. Disponível em: <<https://rbeo.emnuvens.com.br/rbeo/article/view/394/pdf>>. Acesso em: 07/03/2024.
- HILFERDING, R. *O capital financeiro*. São Paulo: Nova Cultural, 1985.
- HOLMBERG, S.; SCHMITT, M. “The Milton Friedman doctrine is wrong. Here’s how to rethink the corporation”. *Economics*, [s.l.], 09/06/2016. Disponível em: <<https://economics.com/milton-friedman-doctrine-wrong-heres-rethink-corporation/>>. Acesso em: 12/08/2025.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976. DOI: 10.1016/0304-405X(76)90026-X.
- KEYNES, J. M. “The general theory of employment, interest and money”. In: KEYNES, J. M. *The collected writings of John Maynard Keynes*. v. VII. Cambridge: Cambridge University Press, 2013.
- KOELLER, T.; GOEDHART, M.; WESSELS, D. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 6ª ed. [S.l.]: John Wiley & Sons, 2016 [1990].
- LENIN, V. I. *O imperialismo: etapa superior do capitalismo*. Campinas: FE/UNICAMP, 2011.
- LUKÁCS, G. *A destruição da razão*. São Paulo: Instituto Lukács, 2020.
- MARTIN, R. *Fixing the game: how runaway expectations broke the economy and how to get back to reality*. Boston: Harvard Business Review Press, 2011.

- MARX, K. *O capital: crítica da economia política*. Livro 1. O processo de produção do capital. 1ª Ed. São Paulo: Boitempo, 2013.
- MÉSZÁROS, I. *Para além do capital: rumo a uma teoria da transição*. São Paulo: Boitempo, 2015.
- PAÇO CUNHA, E. *Determinação social do pensamento econômico na unidade do método materialista*. Belo Horizonte: Verinotio Livros, 2025. Disponível em: <<https://www.verinotio.org/sistema/index.php/verinotio/article/view/764>>. Acesso em: 17/11/2025.
- PAÇO CUNHA, E. “O problema da eficácia das formações ideais: o pensamento econômico como ideologia”. *Verinotio*, Rio das Ostras, v. 29, n. 2, p. 01-23, 2024. Disponível em: <https://www.verinotio.org/sistema/index.php/verinotio/article/view/725/711>. Acesso em: 12/08/2025.
- PAÇO CUNHA, E. “Problemas selecionados em determinação social do pensamento”. *Verinotio*, Rio das Ostras, v. 28, n. 1, p. 123-146, 2023. DOI: 10.36638/1981-061X.2023.v28.663.
- RAPPAPORT, A. *Creating shareholder value: the new standard for business*. New York: Free Press, 1986.
- RUBIN, I. *A history of economic thought*. Londres: Ink Links, 1979.
- SHAREHOLDER value is no longer everything, top C.E.O.s say. *New York Times*, [s.l.], 19/08/2019. Disponível em: <<https://www.nytimes.com/2019/08/19/business/business-roundtable-ceos-corporations.html>>. Acesso em: 12/08/2025.
- SHAREHOLDER value: the enduring power of the biggest idea in business. *The Economist*, [s.l.], 31/04/2016. Disponível em: <<https://www.economist.com/business/2016/03/31/analyse-this>>. Acesso em: 12/08/2025.
- SIMONSEN, R.; GUDIN, E. *A controvérsia do planejamento na economia brasileira*. 3ª ed. Brasília: IPEA, 2010. Disponível em: <https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/3183/1/livro_A_controv%c3%a9rsia_do_planejamento_na_economia_brasileira_3ed.pdf>. Acesso em: 12/08/2025.
- STIGLER, G. J. “The case against big business”. *Fortune*, [s.l.], v. 45, n. 5, 1952.
- SUPREME COURT OF MICHIGAN. *Dodge v. Ford Motor Co.*, 204 Mich. 459, 170 N. W. 668. 1919. Disponível em: <<https://case.law/caselaw/?reporter=mich&volume=204&case=0459-01>>. Acesso em: 28/11/2025.
- SWEEZY, P.; MAGDOFF, H. *Dynamics of U.S. capitalism*. New York: Monthly Review Press, 1972.
- WAPSHOTT, N. *Keynes Hayek: the clash that defined modern economics*. New York: W. W. Norton, 2011.
- ZINGALES, L.; KASPERKEVIC, J.; SCHECHTER, A. *Milton Friedman 50 years later*. [S.l.]: Stigler Center, 2020. Disponível em: <<https://www.promarket.org/wp-content/uploads/2020/11/Milton-Friedman-50-years-later-ebook.pdf>>. Acesso em: 12/08/2025.

Recebido em 25 outubro de 2025

Aprovado em 24 de novembro de 2025