

Instituições, Governança Corporativa e Desempenho Econômico: Uma Análise Comparativa

Leonardo Bispo de Jesus Júnior

Professor Adjunto IV, da Universidade Federal da Bahia (UFBA). Pesquisador da Unidade de Estudos Setoriais (UNES-UFBA).

E-mail: lbjunior@ufba.br.

<https://orcid.org/0000-0002-8767-300X>.

Uallace Moreira Lima

Professor licenciado, da Universidade Federal da Bahia (UFBA). Secretário de Desenvolvimento Industrial, Inovação, Comércio e Serviços (SDIC) e Secretário-Executivo do Conselho Nacional de Desenvolvimento Industrial (CNDI), do Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços (MDIC).

E-mail: umlima@ufba.br;

uallace.lima@mdic.gov.br.

<https://orcid.org/0000-0002-8902-816X>.

Hamilton de Moura Ferreira Júnior

Professor Titular, da Universidade Federal da Bahia (UFBA). Coordenador da Unidade de Estudos

Setoriais (UNES-UFBA).

E-mail: hamijr@ufba.br.

<https://orcid.org/0000-0002-9468-1358>.

Mauro Borges Lemos

Professor Titular aposentado, da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Ex-Ministro de Estado do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC). Assessor Estratégico da Presidência da Caixa Econômica Federal.

E-mail: mauroblemos@gmail.com.

<https://orcid.org/0000-0001-6865-8755>.

Recebido em:
20 de março de 2024.

Aceito em:
17 de junho de 2025.

RESUMO

O artigo discute a evolução da governança das grandes corporações norte-americanas e o seu processo de financeirização em comparação com os modelos adotados por países que tiveram processos de *catching up* em fases distintas do capitalismo (Japão e Coreia do Sul). O contexto da globalização financeira, a partir dos anos de 1980, agudizou a financeirização das grandes corporações. O modelo de governança da Maximização do Valor para o Acionista (MVA) surge como a "melhor prática" organizacional nesse contexto. A partir destas experiências, hipotetiza-se que a adoção deste modelo impõe constrangimentos à formulação de políticas para o desenvolvimento econômico pelos Estados Nacionais. Percebe-se que o processo de liberalização financeira, ocorrido no Japão e na Coreia do Sul, aproximou a governança das empresas de capital aberto destes países do modelo da MVA, o que tem reduzido os graus de liberdade do Estado na implementação de políticas para o desenvolvimento.

Palavras-chaves: Financeirização; Governança Corporativa; Inovação Organizacional; Competitividade; Desempenho Econômico.

Institutions, Corporate Governance, and Economic Performance: A Comparative Analysis

ABSTRACT

This article focuses on the governance of USA large corporations towards their financialization in comparison with the peculiar models adopted by Japanese and Korean companies based on their countries' successful catching-up experiences in distinct phases of capitalism. The context of financial globalization, beginning in the 1980s, has deepened the financialization of large corporations. The governance model of Shareholder Value Maximization (SVM) emerges as the organizational "best

ISSN: 2176-9257 (online)

practice" in this context. From these experiences of SVM adoption by public companies of these catching experiences, our hypothesis is that this model has imposed constraints on the formulation of policies for economic development by the National States. The process of financial liberalization that has taken place in Japan and South Korea has brought the governance of public companies in these countries closer to the SVM model, which has reduced the degrees of freedom of these states to implement development policies.

Keywords: Financialization; Corporative Governance; Organizational Innovation; Competitiveness; Economic Performance.

Instituciones, Gobernanza Corporativa y Desempeño Económico: Un Análisis Comparativo

RESUMEN

El artículo analiza la evolución de la gobernanza de las grandes corporaciones estadounidenses y su proceso de financiarización en comparación con los modelos adoptados por países que atravesaron procesos de *catching up* en distintas fases del capitalismo (Japón y Corea del Sur). El contexto de la globalización financiera, a partir de la década de 1980, intensificó la financiarización de las grandes corporaciones. El modelo de gobernanza de la Maximización del Valor para el Accionista (MVA) surge como la "mejor práctica" organizacional en este contexto. A partir de estas experiencias, se plantea la hipótesis de que la adopción de este modelo impone restricciones a la formulación de políticas para el desarrollo económico por parte de los Estados nacionales. Se observa que el proceso de liberalización financiera ocurrido en Japón y Corea del Sur aproximó la gobernanza de las empresas de capital abierto de estos países al modelo de la MVA, lo que ha reducido los grados de libertad del Estado en la implementación de políticas de desarrollo.

Palabras clave: financiarización; gobernanza corporativa; innovación organizacional; competitividad; desempeño económico.

INTRODUÇÃO

O objetivo deste artigo é discutir a evolução do modelo de governança corporativa norte-americano, comparado a modelos alternativos dos países industrializados do sudeste asiático. A literatura faz uma possível relação da adoção desses modelos alternativos com a competitividade e desempenho das grandes corporações e de seus países de origem. Para um painel representativo do espectro das experiências históricas de governança corporativa, selecionou-se países com modelos peculiares, relacionados a seus processos de *catching up*. A evolução do modelo corporativo dos EUA, que liderou junto com a Alemanha a primeira geração do *catching up*, é comparada aos modelos de governança do Japão, líder da segunda geração, e da Coreia do Sul, líder, ao lado dos demais "tigres" asiáticos, da terceira geração de países anteriores à emergência avassaladora da China, hegemônica da quarta geração¹.

O ponto de partida é o esgotamento parcial do modelo de governança Multivisional (Forma-M) e sua substituição pelo modelo de Maximização do Valor para o Acionista (Forma-MVA), a partir dos anos 1980. Com isso, deve-se ter claro que toda grande empresa possui uma governança corporativa, uma forma de deliberação e monitoramento das atividades econômicas e aplicação de capital. Logo, as formas M e MVA são construções específicas do capitalismo industrial avançado ou mesmo tardio.

Como se verá adiante, a Firma-M é capaz de combinar o controle efetivo de suas partes, pela centralização das decisões estratégicas, com o desempenho eficiente do todo, e pela descentralização das atividades operacionais. Assim, a eficiência operacional relacionada à racionalização de custos fica a cargo das divisões operacionais e as decisões estratégicas relacionadas à alocação dos lucros retidos – diversificação, verticalização e diferenciação, inovação de produto – ficam na matriz. "Reter e reinvestir" para crescer é a essência da Forma-M. A estrutura resultante, até o final do século passado,

¹ Para as respectivas experiências de industrialização, ver Polanyi (1980), Rosenberg (1976) e Canuto (1994).

permitiu racionalidade e sinergia da grande corporação, uma vez que o todo se tornava maior do que a soma das partes. Em quais aspectos a governança da Forma-MVA significa um desenvolvimento em relação à Forma-M e até que ponto ela antagoniza a Forma-M?

A segunda seção procura responder essa questão. Discute como a Forma MVA ascendeu à condição de “melhor prática”, em substituição à Forma-M. A terceira seção questiona sua incongruência com as políticas para o desenvolvimento industrial. A quarta seção discute as formas alternativas de governança do Japão e da Coreia do Sul e os possíveis efeitos sobre o desempenho corporativo e industrial desses países. A quinta seção faz as considerações finais.

A MVA COMO UMA INSTITUIÇÃO DO CAPITALISMO CONTEMPORÂNEO: ORIGEM, PRINCÍPIOS E LACUNAS

A inovação organizacional da Forma-MVA se difundiu nos Estados Unidos na década de 1980, tornando-se a chamada “melhor prática” mundial de governança das grandes corporações. Até então, as grandes corporações norte-americanas, sob o princípio de governança da Forma-M, de ‘reter e reinvestir’ para crescer, expandiram-se e acumularam capital e conhecimento relevante para assumir a liderança incontestável do mundo corporativo global.

No entanto, nos anos de 1960 e 1970, a governança corporativa que tinha como função-objetivo “crescimento” incorreu em dois problemas: (i) excessivo crescimento das empresas; e (ii) surgimento de novos concorrentes. A expansão excessiva, além do crescimento “natural” via integração vertical (inclusão numa mesma estrutura de propriedade das relações fornecedores-usuários, com ou sem alteração do *mix* de produtos finais) e horizontal (entrada em novos mercados antes não providos pela empresa, não implicando ir para frente ou para trás na cadeia produtiva na qual a empresa tem seu *core business*), significou processos de conglomeração geradores de problemas de coordenação, o que tornou mais complexo, dentro da organização, o planejamento e a implementação de estratégias inovadoras (KERSTENETZKY, 2007; LAZONICK & O’SULLIVAN, 2000).

As formas de crescimento pela sinergia de ativos específicos, via verticalização e horizontalização, facilitam, sobremaneira, a aplicação das técnicas de gerenciamento multidivisional sob comando centralizado de uma combinação de negócios relativamente heterogêneos (KERSTENETZKY, 2007). Neste sentido, as vantagens deste tipo de gerenciamento favoreciam: (i) a suavização dos ciclos, pela diversificação; (ii) a governança dos ativos específicos do portfólio, pela sofisticação das técnicas de gestão, informação e acesso à mercados financeiros; e (iii) o acompanhamento do desempenho dos investimentos, com aquisições e vendas orientadas por um plano estratégico de investimentos. No entanto, esses princípios para o crescimento tinham limites de eficiência, dado pelo acúmulo de ativos específicos das firmas. O crescimento eficiente da Firma-M, à la Coase², é atingido pelos limites da integração vertical e da integração horizontal, além dos quais a conglomeração se torna ineficiente (WILLIAMSON, 1985).

A forma “conglomerada” de crescimento via fusões e aquisições, muitas vezes, violou essa lógica de exploração de sinergias, resultando no fraco desempenho das corporações, o que explica, em parte, o declínio corporativo norte-americano, a partir da década de 1970. A outra parte da explicação foi creditada à ascensão de uma nova concorrência internacional, inicialmente das empresas japonesas. A, até então, incontestada liderança mundial corporativa norte-americana começou a ser abalada, em especial, nos setores de produção em massa de automóveis, eletrônicos de consumo e nos setores de máquinas e equipamentos eletrônicos (LAZONICK, 2006; LAZONICK & O’SULLIVAN, 2000).

² Coase (1937).

Foi nesse contexto que a abordagem de governança corporativa, conhecida como Teoria da Agência, é resgatada e reinventada por Michael Jensen e William Meckling (1976). Segundo esta, o fraco desempenho das empresas norte-americanas se devia a falta de disciplina dos gestores corporativos, que, oportunisticamente, usavam seu controle sobre a alocação de recursos para alcançar objetivos próprios, contrários aos interesses dos acionistas. Fazia-se necessário, segundo a teoria, recrutar altos executivos pelos mecanismos de mercado, o que disciplinaria e controlaria os maus gestores. Conforme Lazonick e O'Sullivan (2000), a taxa de retorno sobre as ações da empresa seria sua medida de desempenho e a maximização de valor para os acionistas seu credo.

Neste caso, a mudança gerencial em relação à Forma-M foi a criação de mecanismos de controle da própria direção geral³. Ou seja, uma forma de controle do “agente” (executivos) pelo “principal” (sócios). Os parâmetros externos de mercado municiariam, via conselho de administração, o controle dos administradores. Além dos mecanismos de alinhamento de interesses já previstos na Forma-M (como participação nos lucros e acionária), a Forma-MVA busca coibir o oportunismo e o risco moral da alta direção em duas frentes. De um lado, via a mensuração do desempenho da corporação pelo seu valor de mercado na bolsa de valores. De outro, através da alteração da métrica central de resultado interno da lucratividade, que passa a ser a distribuição de dividendos (curto prazo), em substituição à métrica de crescimento e participação no mercado relevante (estratégica de longo prazo). O modelo de governança MVA surge como uma “reação” voltada para o “dono”, que, no caso das grandes corporações, são os sócios controladores de direito (pelo “bloco de controle”) ou de fato (esquema pulverizado, “corporation”, pelo controle efetivo dos majoritários).

Se no esquema tradicional da Forma-M os resultados via crescimento estavam alinhados temporalmente com o retorno do fluxo de investimentos, agora, na Forma-MVA, os resultados são alinhados aos lucros correntes, ou seja, o alinhamento se dá pelo fluxo operacional (o fluxo de caixa) e não pelo resultado esperado do fluxo dos investimentos⁴.

O aumento do fluxo de caixa se dá pela combinação (i) redução de custos do trabalho e (ii) poupança de capital produtivo, reduzindo a relação capital/produto e, portanto, o custo fixo corrente. Neste sentido, a divisão do trabalho das transações à la Coase entre mercado (fornecedores e clientes) e hierarquia (interna) tem sido remodelada por estratégias relacionadas à redução de custos fixos e variáveis, como a terceirização, subcontratação, *spin-offs*, dentre outras⁵ (WILLIAMS, 2000; AGLIETTA, 2000).

Esta nova estrutura societária desloca o foco da avaliação de desempenho das empresas do retorno esperado do investimento (E.M.C.) para a valorização das ações no mercado acionário. A financeirização significa: (i) proporção crescente do capital acionário no investimento agregado, o que implica que os investidores deixam de conhecer as circunstâncias - reais ou esperadas - dos seus negócios; (ii) volatilidade, pois flutuações de curto prazo dos lucros exercem influência excessiva – “até absurda” – sobre o mercado acionário; e (iii) instituição do investidor profissional e do especulador, que se dedicam a prever antecipadamente mudanças imediatas, ao invés de previsões sobre a renda provável de um investimento. Em suma, o investidor acionista se preocupa com “o valor (do ativo de capital)

³ A centralização das decisões alocativas dos lucros retidos resultou em grande concentração de poder da direção geral, e, portanto, exacerbou os problemas gerenciais enfatizados por Williamson (1985), de racionalidade limitada e oportunismo sob um ambiente de assimetria de informações entre a direção geral e os acionistas.

⁴ Os indicadores de lucratividade, Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA), e de conformidade (*corenants*), Dívida/LAJIDA, tornaram-se os parâmetros de melhor prática das finanças corporativas.

⁵ Para uma análise abrangente da influência teórica de Coase para a abordagem das organizações corporativas ver Williamson; Winter (1991).

que lhe atribuirá o mercado dentro de três meses ou de um ano, sob a influência da psicologia de massas” (KEYNES, 1983, pp. 113-114).

Pode-se dizer que esse sistema de valorização da grande empresa pelo mercado acionário atinge sua plena maturidade organizacional com a Forma-MVA. Seus parâmetros de avaliação de desempenho corporativo institucionaliza, definitivamente, a separação entre o investimento produtivo – e seu retorno esperado – e o valor de mercado de uma companhia. Os lucros correntes (LAJIDA)⁶ se tornam o parâmetro-nuclear da especificação pelo mercado. O foco nesta nova estratégia de negócios tem reorientado a hierarquia de objetivos gerenciais para o atendimento das expectativas do mercado. O resultado é uma nova forma de concorrência das empresas de capital aberto segundo parâmetros financeiros (WILLIAMS, 2000).

A partir desta perspectiva, o mercado de ações se torna a instituição pela qual o problema de agência pode ser resolvido e a alocação eficiente de recursos da economia pode ser alcançada. As decisões internas quanto à alocação de fluxos de caixa correntes e futuros refletem nos preços das ações. Portanto, o mercado de ações pode funcionar como um *locus* de controle corporativo, que obriga os gestores a ‘*disgorge the free cash flow*’ (LAZONICK, 2006; FAMA & JENSEN, 1983; JENSEN & MECKLING, 1976).

Segundo Jensen (1986), a teoria do fluxo de caixa livre supõe que os preços das ações sobem com aumentos inesperados de pagamentos aos acionistas (ou promessa de aumentos) e caem com a redução de pagamentos ou nova requisição de fundos (reduções de pagamentos futuros). Assim, a possibilidade dos investidores venderem suas ações, realocando seus recursos para usos mais eficientes, motiva os gestores a maximizar valor para os acionistas. A venda desvaloriza as ações da empresa, que, por sua vez, facilita a aquisição por acionistas ávidos em trocar os atuais gestores por outros mais dispostos a redistribuir o fluxo de caixa livre.

O argumento trabalhado até o momento está associado à emergência do princípio de governança corporativa da MVA como consequência do problema de agência, em que o conflito entre agente e principal se expressa na redistribuição de recursos da firma. A primazia do principal está por trás da dinâmica de valorização, em grande medida especulativa. Porém, tal primazia pouco clarifica a capacidade desta teoria em analisar a relação existente entre governança corporativa e performance econômica de longo prazo.

Neste sentido, Lazonick (2019; 2006) argumenta que a teoria falha em dois pontos:

(i) pela alegação de que apenas os acionistas são os “*residual claimants*”, baseando-se na suposição de que o mercado é eficiente para especificar os insumos e fatores, com preços especificados num contrato completo e, portanto, perfeito. Porém, transações tipicamente caracterizadas por contratos imperfeitos e incompletos não se enquadram nessa premissa, como é o caso dos serviços disponibilizados pelo Estado ou da relação contratual laboral. Além deste aspecto, a ironia de tal argumento é que os acionistas, “os únicos portadores de risco”, normalmente, nunca investem em capacidades produtivas para criação de valor na empresa. Ao invés disso, a compra de ações corporativas se justifica pela expectativa destes de, enquanto detiverem as ações, receberem receitas de dividendos e, quando decidirem vendê-las, obterem ganho de capital com sua valorização. A principal maneira dos executivos, que controlam a alocação de recursos corporativos, atenderem a tal expectativa é alocar recursos nas recompras de ações, para aumentar o preço destas; ao mesmo tempo que, os aumentos do preço das ações favorecem estes executivos, que tem sua remuneração, também, baseada em ações. Portanto, a

⁶ Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização, do inglês *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (EBITDA)*.

alocação do fluxo de caixa livre por parte dos gestores não se dá por um critério de eficiência, mas, para aumentar sua própria remuneração;

(ii) por não estar aparelhada para prever o fluxo de ganhos futuros quando uma empresa tem de investir em inovação para se manter competitiva. Pois, as incertezas presentes no processo inovativo geram imprevisibilidade tecnológica, mercadológica e competitiva. Nesse caso, tais incertezas levariam os gestores focados na MVA a não serem incentivados a investir em projetos inovadores, incertos e de longo prazo⁷. Este ponto será mais aprofundado na próxima seção.

A FIRMA INOVADORA E POLÍTICAS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL CABEM NA FORMA-MVA?

A firma inovadora schumpeteriana-penrosiana epitomiza a abordagem dos *stakeholders*, uma vez que a inovação se constitui na maior fonte de valorização das empresas. A suposição restritiva de que o empresário aceita passivamente a condição de aumento de custos, e optimiza sujeito a esta, é abandonada, uma vez que os investimentos em organização e tecnologia são feitos justamente para mudar essa situação (PENROSE, 1959).

No que se refere ao financiamento dos investimentos, a incerteza inerente ao processo inovativo é central na análise. Os investimentos são realizados e maturados antes do conhecimento da taxa efetiva de retorno, conforme a E.M.C. (O'SULLIVAN, 2000). O fato das empresas sob a governança MVA terem um viés de investimentos mais curtos, com maior previsibilidade de retorno, cria oportunidades para as empresas inovadoras superá-las, caso seus investimentos sejam bem-sucedidos. O desafio dos investimentos em inovação são, além de alto risco, os custos financeiros dos ativos fixos atrelados e o lapso de fluxos até sua maturação tecnológica e mercadológica (massificação das vendas) (SUB CHOI *et al.*, 2020; O'SULLIVAN, 2000).

Por outro lado, o esforço inovativo pode resultar na captura progressiva de diferentes segmentos de mercado, permitida pela dinâmica do progresso tecnológico. Segundo Penrose (1959), a maior participação em segmentos oriundos do processo de diversificação ajuda na fidelização de clientes, que, repetindo suas compras, renova a demanda, aumenta o aprendizado e aperfeiçoa os produtos introduzidos. Da mesma forma, os ganhos de desempenho oriundos da inovação permitem seu partilhamento com os colaboradores, o que pode garantir a cooperação do corpo laboral na implementação de uma estratégia inovadora. Portanto, os ganhos compartilhados (pela produtividade e/ou qualidade), na perspectiva dinâmica, são fonte e resultado de vantagens competitivas (LAZONICK & O'SULLIVAN, 2000).

Cabe acrescentar que, além de incerto, o processo de inovação se revela coletivo e cumulativo, fatores que podem atenuar a própria incerteza. Ou seja, a transformação dos investimentos em inovação não pode ser feita nem por uma única pessoa, nem de uma só vez (O'SULLIVAN, 2000; LAZONICK, 2019). Seu caráter incerto obriga os tomadores de decisão a terem uma compreensão apurada da tecnologia, do mercado e das condições competitivas da indústria em questão, i.e., são conhecimentos para o enfrentamento coletivo da incerteza, que pressupõem habilidades integradas e internalizadas. Por sua vez, o caráter cumulativo dos investimentos impõe sua continuidade, mesmo sem a obtenção dos retornos esperados dos investimentos passados. Os riscos associados a manutenção desses investimentos são mitigados pelo acúmulo de experiência e, assim, queda na curva de aprendizado coletivo (LAZONICK, 2019).

⁷ O termo incerteza segue Keynes (1983), que a define não apenas como a distinção entre o que é conhecido e o que é apenas provável, mas como a inexistência de evidências que balize qualquer probabilidade calculável.

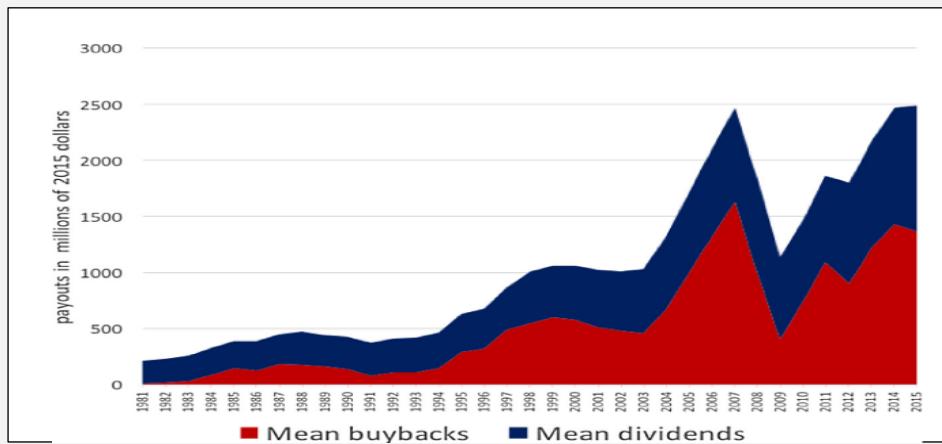
Em suma, a empresa inovadora exige uma estrutura de interações que envolve: estratégia – planejamento do investimento para a alocação de recursos no enfrentamento da incerteza; organização – para gerar aprendizado coletivo, capaz de identificar e selecionar os investimentos mais promissores; e finanças corporativas – para sustentar o investimento para a aprendizagem cumulativa (LAZONICK, 2019).

No que se refere a finanças corporativas, a base financeira para o investimento empresarial em instalações e equipamentos, pesquisa e desenvolvimento (P&D), treinamento e retenção de funcionários sempre foram os lucros retidos. Portanto, os elevados pagamentos de dividendos, somados, nas últimas três décadas, às recompras de ações, como se pode verificar na Figura 1, a seguir, prejudicam os investimentos em capacidades produtivas das empresas. Para além deste aspecto corporativo, existe, também, um aspecto social, pois essa forma de alocação de recursos é concentradora de renda e riqueza, ao restringir oportunidades de empregos de carreira estáveis e remunerados e, consequentemente, a ampliação da classe média (LAZONICK, 2019).

Conforme se verifica na figura, as empresas que comporão o índice S&P 500, desde o início da década de 1980, além de fazer pagamentos sistemáticos de dividendos aos acionistas, fizeram recompra de ações⁸. Inicialmente, as recompras eram mínimas, absorvendo apenas 4,3% do lucro líquido das empresas listadas entre os anos de 1981 e 1983, enquanto o pagamento de dividendos representou 49,5%. Nos anos de 1984 e 1985, a proporção de recompra aumentou de 18,8% para 30,8%, respectivamente, assim como a proporção dos pagamentos de dividendos, de 42,5% para 52,4%. A partir daí, analisando por período de dez anos, de 1986-1995, de 1996-2005 e de 2006-2015, as proporções de recompra foram, respectivamente, 25,8%, 42,9% e 49,5%, enquanto os pagamentos de dividendos foram 50,7%, 39,0% e 39,1%. Apesar da redução do percentual de distribuição de dividendos nos períodos decenais de 1996–2005 e 2006–2015, quando comparado ao período de 1986–1995, os índices de distribuição total aos acionistas aumentaram de 76,5% para 81,9% e para 88,6% nesses três períodos. Nos anos de 2014 e 2015, os índices de pagamentos totais para essas empresas foram, respectivamente, de 97,0% e 106,2%. Rotineiramente, muitas das maiores corporações dos EUA distribuem mais de 100% do lucro líquido aos acionistas, gerando caixa extra a partir da redução das reservas de caixa, da venda de ativos, da assunção de dívidas ou demissão de funcionários (LAZONICK, 2019).

⁸ O S&P 500 é considerado o principal indicador de ações de companhias de grande porte dos EUA. Reúne cerca de 500 empresas de capital aberto domiciliadas no país, listadas na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE, na sigla em inglês) e na Nasdaq.

Figura 1: Distribuição média de dividendos e recompra de ações para 236 empresas no índice S&P 500 listadas publicamente de 1981 à 2015 – janeiro de 2016.



Fonte: Standard and Poor's Compustat database; cálculos de Mustafa Erdem Sakinc e Emre Gomec, da Academic-Industry Research Network, *apud* Lazonick (2019). Valores em US\$ EUA, 2015.

A recompra de ações, ao criar demanda pelas ações da empresa, fornece um impulso manipulativo imediato no preço das ações, mesmo na ausência de melhorias nos resultados corporativos (receitas e lucros). Os mais proeminentes vendedores de ações são os operadores do mercado acionário, incluindo executivos corporativos, banqueiros de investimento e gerentes de fundos de hedge; agentes capazes de cronometrar as vendas de suas ações para se aproveitar da atividade de recompra pela empresa no mercado aberto (LAZONICK, 2019; VOGEL, 2019).

Para ilustrar a constatação apresentada, Lazonick *et al.* (2019) se utilizam da indústria farmacêutica, que, apesar de ser responsável pela descoberta, desenvolvimento e distribuição de medicamentos, tornaram-se líderes globais do processo de financeirização. Entre 2009 e 2018, segundo o índice S&P 500, as operações de recompra de ações e distribuição de dividendos das empresas que constam neste índice foram 14% maiores do que os US\$ 544 bilhões que elas dedicaram à gastos com P&D. As dezoito empresas farmacêuticas presentes neste índice, em janeiro de 2019, apesar de representar apenas 3,9% das empresas, foram responsáveis por 8,5% de todas as recompras e 9,3% do total de dividendos distribuídos. Juntas, estas empresas tiveram 106% de seus lucros distribuídos em operações de recompras e distribuição de dividendos, enquanto nas demais empresas da amostra o percentual médio foi de 92% (LAZONICK *et al.*, 2019).

Apesar de ser uma indústria intensiva em P&D, os gastos com esta rubrica estão concentrados em um número relativamente pequeno de dezoito empresas, que gastaram 17% do faturamento total, enquanto os gastos das demais foram de, apenas, 2%. Reforçando esta constatação, entre as empresas do índice, apenas trinta e oito, incluindo quartoze em produtos farmacêuticos, responderam por 75% do total de gastos com P&D (LAZONICK *et al.*, 2019).

O elevado gasto em P&D destas companhias, fortemente financeirizadas, segundo Lazonick *et al.* (2019), não se reflete em uma maior produtividade inovativa, mensurada em termos de desenvolvimento interno de medicamentos. A Merck e Pfizer, cujos gastos em P&D estiveram entre 9º e 10º dentre todas as empresas dos EUA, em 2018, notabilizaram-se ao adquirir medicamentos desenvolvidos por outras empresas (*blockbuster*), valendo-se dos ganhos referentes ao prazo restante das patentes. Estas empresas, conforme Tabela 1, estão entre as que direcionaram mais de 100% de seus lucros, de 2009-2018, à recompra de ações e distribuição de dividendos (LAZONICK *et al.*, 2019).

Tabela 1: Dispêndios da Merck e da Pfizer com recompra de ações e distribuição de dividendos aos acionistas como porcentagem do lucro líquido, 1975-2019 (bilhões de dólares 2019).

Merck	BB	DV	BB/NI	DV/NI	(BB+DV)/NI	R&D/Vendas
	(\$b)	(\$b)	(%)	(%)	(%)	(%)
1975-1984	0,4	1,6	10	45	55	9,4
1985-1994	4,8	7,3	30	46	76	10,8
1995-2004	26,4	25,8	46	45	92	7,9
2005-2014	26,5	42,2	52	82	134	19,1
2015	4,2	5,1	94	115	209	16,7
2016	3,4	5,1	88	131	218	25,4
2017	4	5,2	168	216	384	25,4
2018	9,1	5,2	146	83	229	23,1
2019Q1-3	3,7	4,3	50	58	108	20,9

Pfizer	BB	DV	BB/NI	DV/NI	(BB+DV)/NI	R&D/Vendas
	(\$b)	(\$b)	(%)	(%)	(%)	(%)
1975-1984	0	1,2	0	43	43	5,5
1985-1994	3,2	4	42	51	93	10,5
1995-2004	34,5	21,9	72	46	117	17,8
2005-2014	60,8	66,6	52	57	110	15,5
2015	6,2	6,9	89	100	188	15,7
2016	5	7,3	69	101	171	14,9
2017	5	7,7	24	36	59	14,4
2018	12,2	8	109	72	181	14,9
2019Q1-3	8,9	6,1	53	36	90	14,2

Notas: NI: renda líquida (net income); BB: recompra de ações (stock buybacks); DV: dividendos (cash dividends).

Fontes: S&P Compustat database; Merck and Pfizer SEC 10-K and 10-Q filings, *apud* Lazonick *et al.* (2019).

Apesar destes dados, em uma entrevista ao *Wall Street Journal*, em outubro de 2017, o CEO da Pfizer, Ian C. Read, queixava-se de o quanto a excessiva incidência tributária impactava negativamente a competitividade global da companhia. O que o executivo, cujo mandato se iniciou em 2011, não mencionou foi o valor direcionado pela empresa para recompra de ações e pagamento de dividendos, que foi, respectivamente, o triplo e o dobro do valor pago em impostos federais (LAZONICK *et al.*, 2019).

É nesse sentido que Aglietta (2000) argumenta que o princípio de MVA ajuda a legitimar a proeminência de *shareholders* em detrimento de outros *stakeholders*, que resulta na predominância da visão do mercado de capital da firma em relação a visão industrial. Portanto, o universo da inovação tecnológica e, consequentemente, do desempenho industrial, estaria muito distante do credo da MVA. Assim, o argumento dos teóricos da teoria da agência de que o desempenho econômico superior da grande empresa só pode ser alcançado através da MVA pressupõe o desprezo dos pilares teóricos da

empresa inovadora. Por fim, a questão de como os retornos dos investimentos inovativos devem ser internamente distribuídos está longe da perspectiva financeira da Forma-MVA.

Essa incongruência entre a empresa inovadora e a Forma-MVA coloca a questão de qual seu efeito sobre o desempenho industrial dos países. As próximas seções buscam encontrar pistas para entender essa relação complexa, com a pretensão de apenas uma resposta preliminar. O caminho que se escolheu foi o método histórico das experiências comparadas entre países. Em particular, como os retardatários asiáticos construíram formas de organização corporativa peculiares, possível pela integração fina pública-privada sob a coordenação dos Estados Nacionais, visando o *catching up*? Até que ponto a adoção pós-*catching up* da Forma-MVA tem reduzido a potência das políticas industriais desses países?

GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO INDUSTRIAL: EXPERIÊNCIAS COMPARADAS ENTRE PAÍSES

A análise comparativa dos padrões organizacionais das corporações norte-americanas e as japonesas e coreanas tem como parâmetro a Forma-M da Velha Economia dos EUA, dominante na competição global no pós-Segunda Guerra Mundial. Como já salientado, a Forma-M tem duas características básicas: (i) a centralização decisória e a descentralização operacional; e ii) a separação entre propriedade e gestão (MEDEIROS, 2022).

Esse modelo se caracteriza por uma segmentação organizacional. No topo da hierarquia, gestores com formação superior e experiência (“white-colour”) recebem vultosos investimentos em qualificações. Na base, trabalhadores “blue-colour” (operários), de ensino médio, recebem pouca qualificação interna, embora dediquem boa parte de sua vida à empresa. Ainda que estáveis, são mercadorias intercambiáveis. Apesar da baixa qualificação profissional, a necessidade de se estabelecer uma relação de confiança sob a égide da “comunidade companhia” garantem aos operários bons salários e benefícios. Estruturas gerenciais coesas, incentivadoras da integração funcional das capacidades, acrescentadas a planos de carreiras, permitem alguma mobilidade na hierarquia corporativa num ambiente pró mudanças técnicas e organizacionais (LAZONICK, 2006).

Este modelo norte-americano de “incentivos generosos” da Velha Economia dos EUA foi questionado, nos anos de 1970 e 1980, pela nova concorrência asiática sob uma conjuntura de aguda crise econômica. Os pagamentos deixaram de ser feitos a partir de uma estrutura de recompensa hierárquica integrativa e os trabalhadores se tornaram mais vulneráveis nas carreiras. O modelo MVA surgiu nessa esteira, tornando-se, em pouco mais de 20 anos, predominante na estrutura de governança corporativa norte-americana (LAZONICK, 2006). Ainda que a estrutura multidivisional da Forma-M tenha sido preservada, a grande mudança corporativa da Forma-M para a Forma-MVA está nos objetivos estratégicos (crescimento x valorização) e na estrutura de incentivos (*stakeholders* x *shareholders*). Nas seções que seguem, discutir-se-á como se deu esta adoção adaptada do modelo de governança norte-americano no Japão e na Coreia do Sul e suas consequências em termos de capacidades estatais para formulação de políticas para o desenvolvimento econômico.

Japão e Coreia do Sul: período de contenção e mobilização financeira

Como se sabe, o Estado japonês teve um papel relevante no financiamento do investimento, estruturando seu sistema financeiro para financiar as empresas industriais durante as décadas do pós-Segunda Guerra. Até a década de 1980, este sistema se caracterizava por (i) seu isolamento e proteção do resto do mundo, (ii) seu elevado grau de especialização e segmentação, e (iii) seu rígido controle sobre as taxas de juros (APEC, 2017; LAZONICK, 2006; PATRICK & PARK, 1994).

No contexto de “ contenção e mobilização financeira”, a segmentação destas instituições teve dois efeitos: (i) limitar seu poder de mercado e político; e (ii) controlar a alocação de capital, indiretamente, pelo Estado. Já o controle rígido da taxa de juros, juntamente com a disponibilidade de um volume de crédito suficiente, viabilizou o financiamento em grande escala dos investimentos industriais (PATRICK; PARK, 1994).

Como agentes públicos relevantes deste sistema, destacavam-se o Ministério das Finanças (MF), o Banco do Japão (*Bank of Japan - BoJ*), que possuía por atribuição o investimento em setores não competitivos ou que perderam competitividade na década de 1970 (como a indústria têxtil, de alumínio e de construção naval), e o *Eximbank*, que, de acordo com as prioridades estabelecidas pelo governo, controlava as exportações e as importações (LECHEVALIER & DEBANES; SHIN, 2019).

Desta maneira, percebe-se a existência de uma coerência entre a dinâmica corporativa e a construção de instituições por parte do governo. A hierarquia institucional, internalizada no *keiretsu*, era estabelecida de forma a atender a vontade política de um estado desenvolvimentista. Destacavam-se como pontos positivos de tal estrutura, enfatizados na literatura, a governança corporativa, baseada numa menor atenção aos lucros de curto prazo, na proteção contra aquisições hostis e na capacidade de inovação. Destacava-se, também, o ‘main bank’, dada sua posição de credor privilegiado, apesar da restrição imposta a este em termos de investimento de capital (legalmente limitado a 5%)⁹ (MEDEIROS, 2022; LECHEVALIER & DEBANES; SHIN, 2019; VOGEL, 2019; UEDA, 2015).

Destacavam-se, também, como vantagens do sistema de governança corporativa no Japão, a existência de propriedade cruzada de ações entre corporações; em que os proprietários de uma empresa possuem participação acionária em outras. Uma *holding* controla indiretamente uma miríade de outras empresas a jusante da cadeia. Além de eliminar aquisições hostis, este sistema reduz as pressões sobre os gestores pelo mercado financeiro para o controle corporativo (VOGEL, 2019; UEDA, 2015; MORCK & NAKAMURA, 2003). No período pré-Segunda Guerra Mundial, quando o sistema era denominado *Zaibatsu*, o controle da *holding* era exercido por uma família. No pós-Guerra, o sistema *Keiretsu* substituiu famílias por gestores profissionais. Nesse sistema evolutivo, a coerência organizacional era alcançada pela cooperação voluntária e coordenação entre os seus membros, em contraste com a administração autoritária das famílias no *Zaibatsu* (MORCK & NAKAMURA, 2003).

Esses autores salientam as condições institucionais específicas para o meteórico *upgrade* tecnológico japonês, que desafiou, nos anos 1970 e 1980, as corporações Forma-M dos EUA em setores industriais que, até os anos 1960, pareciam ter vantagens competitivas insuperáveis: (i) participação acionária estável dos executivos do “topo” das empresas industriais, que lhes davam autonomia para realizar investimentos inovadores em indústrias críticas na competição internacional; (ii) emprego permanente, que permitiu um novo modelo de integração hierárquica e funcional da grande corporação, criando um processo de aprendizagem coletiva que a diferencia de seus concorrentes globais; e (iii) empréstimos bancários volumosos e estáveis, permitindo às empresas um processo inovativo rápido e sustentado até a maturação dos investimentos e a obtenção de resultados econômicos superiores¹⁰.

⁹ Cada grande empresa industrial possuía um ‘main bank’, cujo trabalho era convencer outros bancos a realizarem empréstimos e assumirem a liderança da sua reestruturação em casos de dificuldades financeiras. O bom funcionamento deste sistema se devia ao fácil acesso dos bancos a um expressivo volume de capital a baixo custo, viabilizado por uma taxa de poupança extremamente elevada, quando comparada a outros países industrializados (LAZONICK, 2006.).

¹⁰ Segundo Lazonik (2006), o sucesso exportador do modelo japonês foi atribuído, inicialmente, aos salários mais baixos e mais horas trabalhadas. O gradual aumento dos salários reais, combinado à redução de jornada até o início da década de 1980, evidenciou que a vantagem competitiva japonesa estava assentada em capacidades produtivas superiores em qualidade de produto e custos.

A integração hierárquica e funcional se tornou possível pelos investimentos maciços do governo japonês na educação de sua força de trabalho, desde as últimas décadas do século XIX. Esta base educacional possibilitou o desenvolvimento de habilidades de chão de fábrica como parte de uma estratégia de aprendizagem organizacional, que integrava horizontalmente capacidades dos gestores às dos trabalhadores. Tal estratégia contrastava com os objetivos gerenciais corporativos norte-americanos de tecnologias substitutivas dos trabalhadores de chão de fábrica (AOKI, 1990).

As bases sociais para a integração hierárquica dos trabalhadores de chão de fábrica no Japão foram aumentadas pela ascensão dos sindicatos. O movimento sindical, que surgiu durante a última metade da década de 1940, reuniu empregados *white-collar* e *blue-collar*. O emprego permanente, até a aposentadoria, para ambas as categorias, foi a conquista mais importante do sindicalismo. Esta segurança no emprego criou compromissos dos trabalhadores com as empresas, permitindo a estas desenvolverem capacidades produtivas integradas horizontais (VOGEL, 2019; LAZONICK, 2006).

Vogel (2019) & Lazonick (2006) argumentam que o comportamento não oportunista dos gestores de “topo” japoneses se deve à moldura coesa das organizações empresariais, sedimentada pela instituição do emprego permanente, mesmo sem nenhuma garantia contratual. Assim, o controle estratégico em prol dos interesses corporativos não era dado por conselhos de administração societários, uma vez que compostos, quase inteiramente, por profissionais executivos internos (VOGEL, 2019; LAZONICK, 2006).

Na Coreia do Sul, de maneira semelhante ao Japão, foi implementada, na década de 1960, uma estrutura de Estado desenvolvimentista, após assunção do poder pelo General Park¹¹. Apesar de incorporado numa estrutura institucional mais ampla, que fornecia os recursos e a coordenação necessários para o atendimento do consenso pró-crescimento predominante à época, o sistema coreano era, também, altamente centralizado, com uma forte coordenação com o setor corporativo, fomentado pela burocracia econômica (LECHEVALIER; DEBANES & SHIN, 2019; LIMA, 2017).

A abordagem adotada foi a de “incentivo e castigo” e a de “seleção e concentração”, estando o apoio financeiro direto do governo vinculado ao sistema de avaliação baseado em desempenho (LECHEVALIER; DEBANES; SHIN, 2019; LIMA, 2017; CHO; KIM, 1995; KIM *et al.*, 1995). Outra estratégia utilizada pelo Estado para incentivar os grandes conglomerados empresariais nacionais e familiares, denominados *Chaebols*, foi os enormes acordos de compras públicas (LECHEVALIER; DEBANES & SHIN, 2019; LIMA, 2017).

A relação umbilical dos *Chaebols* com o governo foi decisiva no processo de implementação do modelo de desenvolvimento econômico do país, orientado para as exportações e com fortes restrições ao capital estrangeiro, tendo consequências na estrutura industrial, diversidade e governança corporativa na Coreia do Sul¹² (MEDEIROS, 2022; LIMA, 2017; KIM, 1997). Até os anos 1960, predominava uma política menos restritiva para o ingresso de qualquer forma de capital estrangeiro. Porém, nos anos 1970, o governo adotou uma política mais restritiva. O maior controle sobre a entrada de subsidiárias multinacionais abriu espaço para os grandes grupos nacionais atuarem nos setores manufatureiros mais estratégicos (LIMA, 2017; KIM, 1997).

O desenvolvimento econômico do período da decolagem, até a década de 1980, foi apoiado por um sistema financeiro estatal. O Estado coreano nacionalizou, em 1962, os bancos comerciais e deteve o

¹¹ O Estado coreano se configurou como o agente de mobilização de capitais internos e externos, principalmente dos Estados Unidos e Japão, direcionando-os para o setor exportador (LECHEVALIER; DEBANES & SHIN, 2019).

¹² Os *chaebols* estiveram presentes em todas as fases da industrialização coreana: indústria leve, nos anos 1960; indústria pesada, nos anos 1970; e setores intensivos em P&D, nos anos 1980 (AMSDEN, 1989). Sua presença se estende ao mercado financeiro, pela aquisição de bancos no processo de privatização bancária dos anos 1980.

total controle dos bancos especializados - como o Banco da Coreia (*Bank of Korea* - BOK) e o Banco de Importação e Exportação, sob a supervisão do Ministério das Finanças (MF) -, influenciando na alocação setorial de crédito, através da nomeação da administração dos bancos e do controle de crédito, no financiamento de empresas exportadoras, por meio de cartas de crédito de exportação, com juros subsidiados pelos bancos comerciais, componente chave para a política industrial. Com isso, a era de “contenção e mobilização financeira” esteve associada a uma agenda de política que visava a promoção das exportações e a proteção da indústria nascente, conciliando o desenvolvimento do setor financeiro às necessidades da indústria (LECHEVALIER; DEBANES & SHIN, 2019; CANUTO, 1994).

Portanto, é possível identificar muitas semelhanças entre os estados desenvolvimentistas japonês e coreano. Para ambos, por exemplo, as instituições financeiras públicas cumpriam um importante papel de canalização de capital para a estrutura industrial. Além das instituições financeiras públicas, as capacidades institucionais destes estados se faziam presentes, ainda, nas políticas fiscal e monetária em pró do desenvolvimento industrial (MEDEIROS, 2022; LECHEVALIER; DEBANES & SHIN, 2019).

Podem ser identificadas, também, algumas diferenças, a saber: (i) no que se refere ao tipo de complementariedades do nexo Estado-finanças, enquanto o sistema financeiro japonês era fortemente segmentado em instituições públicas e privadas, o Estado concentrava e controlava o sistema coreano; o Estado japonês precisou construir instituições financeiras públicas para direcionar o capital para os projetos de seu interesse e incluir as instituições privadas, enquanto o Estado coreano converteu o sistema financeiro privado em público; e (ii) quanto aos principais atores da política industrial, o Japão possuía uma estrutura mais descentralizada, o que dificultava a definição de prioridades com base no consenso pró-crescimento; tal consenso foi assegurado, apenas, com a maioria política obtida pelo Partido Liberal-Democrata, entre meados dos anos de 1950 e início dos anos de 1990. Já na Coreia, uma forte coordenação em torno da agenda definida pelo *Economic Planning Board* (EPB) foi viabilizada pela centralização do poder (LECHEVALIER; DEBANES & SHIN, 2019).

O ponto central das estratégias adotadas por estes dois países do Leste Asiático no período da Idade de Ouro, para viabilizar o crescimento econômico, como se discutiu, não foi resultado de uma política orientada para o mercado ou de intervenções apropriadas, mas da capacidade institucional subjacente do Estado. Nestes países, o setor financeiro se subordinou às necessidades industriais durante a fase de industrialização (“contenção e mobilização financeira”), lógica que veio se modificando a partir da década de 1970, mesmo considerando a diversidade nas economias políticas nacionais (MEDEIROS, 2022; LECHEVALIER; DEBANES & SHIN, 2019).

Pois, ao mesmo tempo em que a contenção do setor financeiro foi funcional para o desenvolvimento industrial, ela gerou algumas contradições, na medida em que, por exemplo, a insuficiência de oferta de capitais levou à busca de outras fontes de financiamneto por parte do setor empresarial (como no mercado de capitais e/ou no mercado externo). A solução adotada por estes países e influenciada pela crescente reputação dos burocratas pró-mercado foi uma gradativa abertura econômica, que incluía um processo de liberalização financeira.

Japão e Coreia do Sul: período de capacitação e desconexão financeira

O que se tem percebido no Japão e na Coreia do Sul, desde o final dos anos de 1970, é um processo de liberalização progressiva, com uma integração financeira e comercial, o que tem deslocado o poder no interior do Estado e afetado as capacidades institucionais deste, a partir das novas funções e objetivos assumidos pelas agências antes responsáveis pela política industrial, que ocupavam o topo da hierarquia durante o período da Idade de Ouro (LECHEVALIER; DEBANES & SHIN, 2019; VOGEL, 2019).

No Japão, este processo se iniciou gradualmente e transformou as três características principais do sistema financeiro, a saber: (i) na década de 1970, inicia-se a abertura gradual do sistema financeiro; (ii) na década de 1980, procede-se com a desregulamentação da taxa de juros; e (iii) entre a década de 1990 e meados da década de 2000, em um contexto de crises bancárias e financeira, que teve influência no ritmo do processo, ocorre a dessegmentação e a consolidação do setor (APEC 2017).

Lechevalier; Debanes & Shin (2019) dividem esse processo de reforma do sistema financeiro japonês em três etapas. A primeira, iniciada no final dos anos de 1970, apesar de substancial, foi incompleta e motivada não para evitar a crise ocorrida posteriormente, podendo, até mesmo, ter contribuído para esta¹³. A segunda, entre os anos de 1996 e 2000, tinha como principal objetivo a transformação do mercado financeiro japonês em um mercado internacional, comparável ao de New York e ao de Londres. A terceira, ocorrida entre os anos de 2001 e 2005, com a reforma do Programa de Empréstimo para Investimento Fiscal (*Fiscal investment loan program – FILP*), que incluiu o corte de seu orçamento pela metade, objetivava a interrupção do fluxo de fundos da iniciativa privada para o financiamento de programas e projetos do governo. Nesta etapa, ocorre, também, a privatização e/ou a reestruturação de instituições financeiras estatais (LECHEVALIER; DEBANES & SHIN, 2019).

Poucas explicações concorrentes foram dadas para o entendimento deste processo, que não as pressões internacionais, dos EUA, para o atendimento das demandas funcionais de atores financeiros e não financeiros. Segundo Lechevalier; Debanes & Shin (2019) e Vogel (2019), o Estado japonês, principalmente por meio do Ministério da Fazenda (MF), fortemente influenciado pelas ideias do economista japonês Masahiko Aoki, desempenhou um papel chave neste processo de financeirização, ao incorporar, em suas ações, o argumento de que a etapa seguinte do desenvolvimento japonês seria liderado pelas finanças, com a Bolsa de Valores de Tóquio em seu centro.

Enquanto a principal prioridade até o final dos anos de 1970 era recuperar o atraso com relação as economias europeias e americana, e, entre meados dos anos 1980 até a segunda metade dos anos 1990 sustentar a prosperidade, surgiu uma nova prioridade, ainda nos anos 1990, que ganhou força cada vez maior nos anos de 2000 e 2010. Neste período recente, o principal objetivo passa a ser evitar a decadência e o esvaziamento industrial, aumentando a competitividade com relação aos setores manufatureiros de países emergentes, como a Coreia do Sul e a China. A transformação e a decomposição da PI para uma política de concorrência aberta, globalização e inovação teve como objetivo a promoção de mecanismos de mercados na economia doméstica (nas esferas financeira, de bens e do trabalho), além de se beneficiar do novo ambiente global por meio do comércio, IED e fluxos financeiros¹⁴ (LECHEVALIER; DEBANES & SHIN, 2019; VOGEL 2019).

Esse processo de liberalização, descrito nos parágrafos anteriores, teve forte influência na governança corporativa das empresas japonesas, definida a partir do Código Comercial, que entrou em vigor em 1890. Tal código, que inicialmente era influenciado pela Europa, principalmente pela Alemanha, na esteira da Segunda Guerra Mundial, passa por reformas, influenciadas pelo sistema americano, com a separação de funções executivas e de controle, combinando conselhos de administração com funções executivas e de supervisão e auditores da empresa/conselhos de auditoria corporativa, que são órgãos de auditoria independentes (UEDA, 2015).

¹³ Apesar de alguns economistas considerarem a etapa anterior do processo de liberalização como a causa da bolha e seu estouro, estes não tinham voz para reverter o processo. Inclusive, a crise foi utilizada como argumento para aceleração do processo, necessária para lidar com o mau funcionamento do sistema financeiro japonês (LECHEVALIER; DEBANES & SHIN, 2019).

¹⁴ A transformação e a decomposição da PI dos anos de 1980 e início dos anos de 1990 se observou não apenas no Japão, mas em muitos países europeus.

Em 2005, a parte do Código Comercial que tratava das empresas foi estabelecida como uma lei separada e independente; a nova Lei das Sociedades. É a partir desse contexto histórico que a estrutura corporativa japonesa evolui de maneira bastante singular. Pois, apesar de fortemente influenciada pelo sistema americano, os conselhos de administração no Japão são compostos por funcionários com formação no sistema de emprego vitalício, assim como a fiscalização e prevenção de fraudes são realizadas por partes interessadas nas empresas, como funcionários, diretores e aposentados. Com isso, a atitude mental destas partes apresenta uma forte tendência à busca dos interesses da empresa, ao invés do interesse pessoal¹⁵ (VOGEL, 2019; UEDA, 2015).

A referida Lei das Sociedades se aplica à dois tipos de empresas: as de capital fechado e as de capital aberto. Portanto, não existem leis e regulamentos que especifiquem a governança corporativa em empresas listadas. As disposições desta Lei se aplicam à categorias separadas de empresas para refletir particularidades na escala e número de partes interessadas, podendo, por exemplo, as empresas serem classificadas como grandes - com capital maior ou igual à JPY 500 milhões, ou passivos totais superior ou igual à JPY 20 bilhões - ou pequenas, ou como empresas de capital aberto ou fechado. Por esta Lei, conforme Ueda (2015), dados critérios de classificações, é possível criar trinta e nove formatos de sistemas de governança corporativa¹⁶.

Neste contexto, a governança corporativa japonesa, que era caracterizada pelo sistema de “*main bank*”, no anterior à década de 1990, conforme comentado, após o estouro da “bolha da economia” passa a contar com uma maior presença de investidores institucionais, incluindo fundos de pensão nacionais e gestores de ativos estrangeiros (VOGEL, 2019).

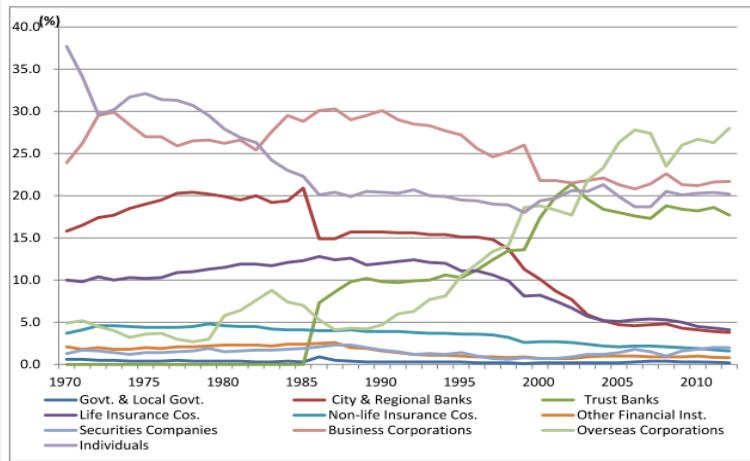
A Figura 2, a seguir, mostra a queda de participação dos bancos municipais e estaduais no mercado acionário japonês, o aumento das participações cruzadas entre as empresas que mantinham vínculos comerciais e dos investidores institucionais (VOGEL, 2019; UEDA, 2015). Entre os anos de 1975 e 1985, o percentual detido no mercado de ações pelos bancos municipais e estaduais era de mais de 20%, enquanto que, até o ano de 2000, esse percentual era de mais de 10%. Em 2012, com a venda acelerada de participação acionária, esse percentual passou a ser de, apenas, 2,9%. Em contrapartida, os investidores institucionais domésticos, como bancos fiduciários e seguradoras, alcançaram, neste mesmo ano, uma participação de 20,9%. Quando se incluía os investidores institucionais estrangeiros, o percentual de investidores institucionais era de 45,2%¹⁷ (UEDA, 2015).

¹⁵ Diante disso, existe a possibilidade de que o sistema de governança corporativa japonês sofra da “Síndrome de Galápagos”, em referência a um desenvolvimento isolado de uma estrutura internacionalmente comum (em homenagem às ilhas famosas pelo grande número de espécies endêmicas) (UEDA, 2015).

¹⁶ Para uma revisão dos principais formatos de governança existentes no Japão, consultar Ueda (2015).

¹⁷ O aumento das participações cruzadas foi um aspecto muito criticado pelos investidores institucionais, por bloquear os direitos de voto dos acionistas minoritários. Como investidores institucionais domésticos citam-se: bancos fiduciários, companhias de seguro, companhias de seguro de vida e outras instituições financeiras. Além disso, corporações estrangeiras formam o grupo de investidores institucionais estrangeiros (UEDA, 2015).

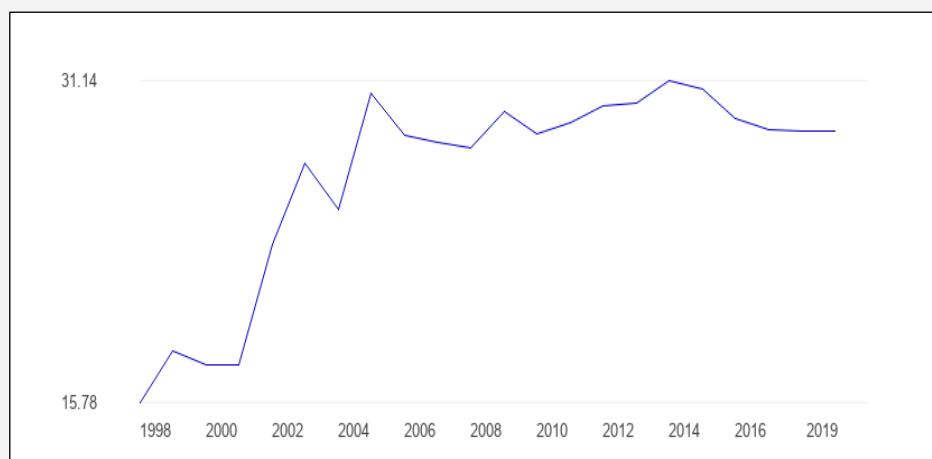
Figura 2: Taxa de participação por tipo de acionista.



Fonte: Tokyo Stock Exchange apud OECD (2015).

Investidores institucionais, como fundos de pensão, também passaram a ter uma participação expressiva no mercado acionário japonês. Em 1980, conforme Ueda (2015), os fundos de pensão corporativo e público detinham menos de 1,7% do mercado acionário, aumentando, em 2012, para 9,9%. No que se refere a participação dos ativos dos fundos de pensão em relação ao PIB japonês, conforme Figura 3, a seguir, verifica-se um crescimento de 15,78%, em 1998, para 28,71%, em 2019.

Figura 3: Ativos dos fundos de pensão em relação ao PIB japonês.

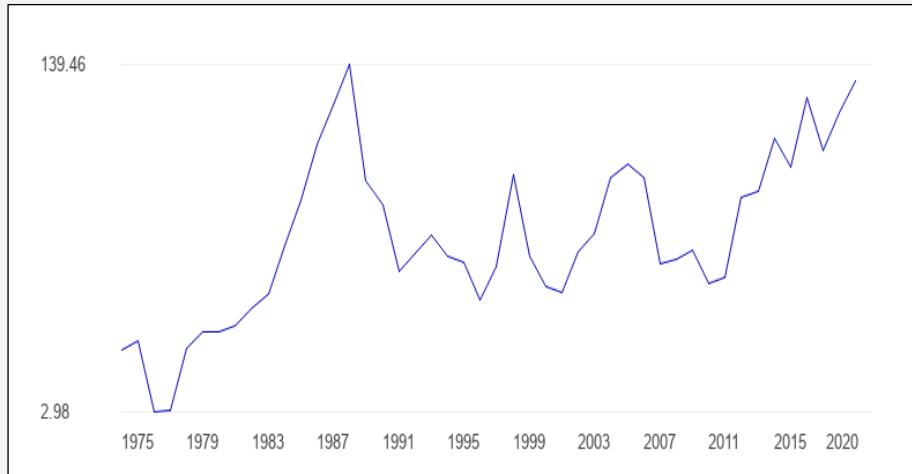


Fonte: World Bank apud The global economy.

O crescimento do mercado de capitais pode ser constatado, também, pelo crescimento da capitalização do mercado de ações como porcentagem do PIB, conforme se verifica na Figura 4, a seguir. Esse percentual cresceu de 2,98% para 132,8%, entre os anos de 1977 e 2020¹⁸.

¹⁸ A capitalização de mercado (também conhecida como valor de mercado) é o preço das ações vezes o número de ações em circulação (incluindo suas várias classes) para empresas nacionais listadas, excluindo os fundos de investimento e as empresas cujo único objetivo de negócio seja a detenção de ações de outras empresas cotadas. Os dados se referem à valores anuais (WORLD BANK APUD THE GLOBAL ECONOMY).

Figura 4: Capitalização do mercado de ações como porcentagem do PIB japonês



Fonte: World Bank apud *The global economy*.

Diante deste contexto, alguns esforços governamentais recentes tem se destacado, visando a reconstrução de capacidades estatais – enfraquecidas no bojo do processo de liberalização econômica -, baseadas em complementaridades institucionais. O melhor exemplo deste movimento, conforme destacam Vogel (2019) e Lechevalier & Monfort 2016, foi a chamada “Abenomics”, pacote de política apresentado pelo primeiro ministro Abe, a partir de dezembro de 2012, que previa a conjunção de uma política monetária agressiva e uma política fiscal flexível e progressiva como uma estratégia de crescimento.

Esta política, percebida como uma pré-condição para implementação das PIIs, não foi suficiente para reverter a posição de uma poupança excessiva do setor corporativo entre os anos de 2013 e 2017, conforme se verifica na Figura 5, a seguir. As empresas, além de promoverem um processo de desalavancagem, aumentaram sua liquidez de maneira drástica. Diante deste fato, percebe-se a dificuldade de se estabelecer um paralelo entre a política conduzida sob a égide da Abenomics e o pacote de políticas monetárias e industriais dos anos de 1960-1970 (LECHEVALIER & MONFORT, 2016).

Figura 5: Dívida privada japonesa em relação ao PIB de 1995 à 2019¹⁹.



Fonte: *Trading Economics apud OECD*.

Segundo Vogel (2019) e Lechevalier & Monfort (2016), a Abenomics, às vezes, parece ter sido projetada mais para promover o desempenho financeiro do que para aumentar a produtividade. As diversas medidas implementadas para o benefício dos mercados financeiros (a maior participação dos investidores institucionais no sistema financeiro japonês, a reforma da governança corporativa e as políticas monetárias) foram incapazes de contribuir para o financiamento adequado da economia, como exemplificado pelo acúmulo de liquidez por grandes empresas, e para o aumento da produtividade em setores priorizados (VOGEL, 2019; LECHEVALIER & MONFORT, 2016).

Na Coréia do Sul, o processo de liberalização se iniciou na década de 1980, mas foi a crise de 1997 seu ponto de inflexão, na medida em que facilitou uma maior integração de sua economia à economia mundial e implicou numa evolução conjunta do sistema financeiro e da PI. Este processo foi marcado por duas políticas: a primeira, a adesão à OCDE, como um primeiro passo para a liberalização financeira e comercial; e a segunda, a regulamentação financeira, que permitiu que empresas de financiamento de investimento incorporassem atividades antes exclusivas dos bancos comerciais, prenunciando o início da era da financeirização e o fim do período de “contenção e mobilização financeira” (SUB CHOI *et al.*, 2020; LECHEVALIER; DEBANES & SHIN, 2019; MIN (2016).

Para Min (2016), Kim; Kim (2008) e Ravenhil (2001), uma das causas fundamentais da crise foi a destruição generalizada do valor corporativo. Antes da crise, nem a estrutura de propriedade dos *Chaebols* e nem as instituições jurídicas coreanas encorajavam a governança corporativa. Com isso, os *Chaebols* sempre conseguiram evitar as forças disciplinadoras do mercado de capitais e dos valores corporativos, mesmo que isso implicasse em incentivos distorcidos e crescimento com diversificação associados à destruição de valor. Após a crise, novas leis foram implementadas para aumentar a transparência corporativa, supervisão e responsabilidade, o que levou ao surgimento do modelo MVA adaptado à institucionalidade local (SUB CHOI *et al.*, 2020; MIN, 2016; KIM & KIM, 2008; RAVENHIL, 2001).

Em 1998, por exemplo, promulgou-se o “Decreto de Execução da Lei de Promoção de Investimento Estrangeiro”, que eliminou as restrições ao investimento estrangeiro nas empresas financeiras e não financeiras. Com isso, aumentou-se a transparência do mercado financeiro, fazendo com que empresas financeiras insolventes, controladas por *Chaebols*, fossem vendidas ou liquidadas,

¹⁹ A dívida do setor privado em relação ao PIB mede o endividamento de ambos os setores, empresas não financeiras e familiares e instituições sem fins lucrativos à serviço das famílias como percentagem do PIB.

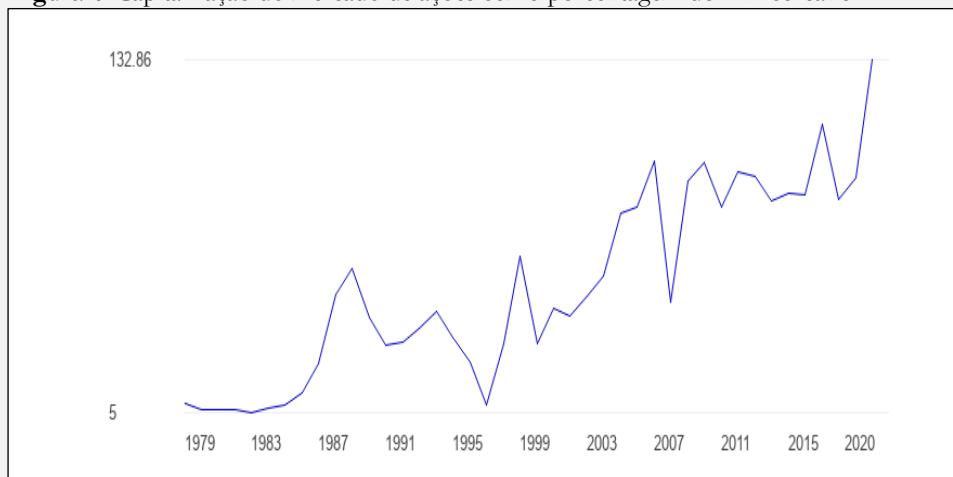
tendo as instituições públicas, como a *Korea Asset Management Corporation* e a *Korea Deposit Insurance Corporation*, desempenhado um importante papel na recapitalização destas instituições (LECHEVALIER; DEBANES & SHIN, 2019).

Em 2003, foi criada a “Lei de Negócios de Ativos de Investimento Indireto”, para impulsionar o mercado de fundos de *private equity*. Em 2004, introduziu-se um sistema de fundos de pensão e, em 2005, estabeleceu-se a *Korea Investment Corporation (KIC)*. Em 2009, passa a vigorar a Lei de Consolidação do Mercado de Capitais (CMCA), permitindo novos produtos de investimentos e derivados financeiros. Em 2013, expande-se a cobertura do CMCA, reforçando a atuação dos bancos de investimento (LECHEVALIER; DEBANES & SHIN, 2019).

Além do aumento da transparência do mercado financeiro, com a adoção das demonstrações financeiras consolidadas, a reestruturação do sistema financeiro provocou uma mudança da estrutura societária. Com a exigência de redução pela metade do tamanho da relação dívida/patrimônio, trinta dos sessenta e três maiores *Chaebois* foram forçados a passar por um processo de ajuste financeiro e estrutural, além de uma tentativa de racionalização dos cinco principais *chaebois* (o denominado ‘*Big Deal*’)²⁰ (LECHEVALIER; DEBANES & SHIN, 2019; MIN, 2016).

Essas iniciativas contribuíram para o crescimento do mercado de capitais coreano. Conforme se verifica na Figura 4, a seguir, a capitalização do mercado de ações como porcentagem do PIB, entre 1983 e 2020, cresceu de 5% para 132,9%.

Figura 4: Capitalização do mercado de ações como porcentagem do PIB coreano.



Fonte: World Bank apud The global economy.

²⁰ Mesmo considerando as mudanças ocorridas na estrutura de propriedade, na organização industrial e na governança corporativa, Murilo e Sun (2013) argumentavam que os *Chaebois* continuavam sendo atores centrais do processo de desenvolvimento da Coreia do Sul, principalmente quando se considera a sua relação com as políticas industriais do governo. A maneira de atuação dos *Chaebois* criou um conjunto de virtudes que permanecem até hoje: (i) desenvolvimento de capital social e apoio governamental; (ii) agressividade competitiva (lançamento de novos produtos, fusões e aquisições, entrada em novos mercados); (iii) sistemas de gerenciamento sólidos (alguns são autocráticos, enquanto outros são mais orientados para grupos – como Samsung e Hyundai); e (iv) perspectiva de longo prazo na gestão corporativa (executivos familiares tendem para estratégias de longo prazo, ao contrário da perspectiva imediatista de CEOs profissionais) (MURILO; SUNG, 2013).

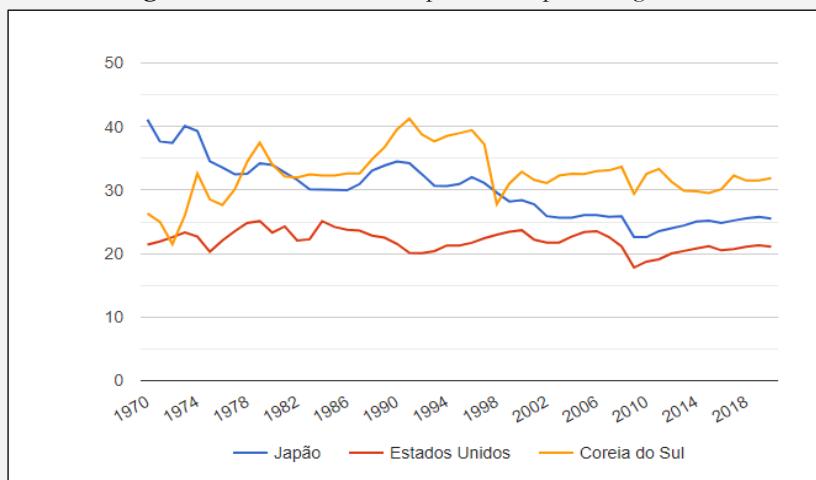
A despeito do ativismo financeiro, sucessivos governos mantiveram vivas as instituições financeiras públicas, como é o caso do *KDB*, que têm sido especialmente ativas na superação do crescimento acidentado da década de 2000. Porém, a estratégia de crescimento passou a ser compatível com o contexto de globalização, com o redirecionamento das PIs para o crescimento compartilhado e o emprego jovem, para atenuar as disparidades entre os potenciais vencedores (*Chaebols*) e os perdedores (pequenas e médias empresas - PMEs e o mercado de trabalho) (LECHEVALIER; DEBANES & SHIN, 2019).

A desconexão financeira e a capacidade estatal de implementação de políticas para o desenvolvimento industrial: considerações sobre Japão e Coreia do Sul comparativamente aos EUA

Ao mesmo tempo em que as reformas financeiras objetivavam a redução da concentração industrial, ao limitar a relação entre o setor financeiro e as grandes empresas, elas aumentaram o acesso destas corporações ao capital global e reduziram os recursos financeiros para a implementação de PIs pelo Estado. Portanto, a reestruturação do sistema financeiro japonês e coreano, segundo Lechevalier; Debanes & Shin (2019) e Vogel (2019), ao buscar atender aos padrões internacionais, reduziu a funcionalidade do Estado desenvolvimentista.

Além deste aspecto, é importante considerar que o novo objetivo da PI, ao promover, complementariamente, uma mudança na estrutura industrial e o surgimento de um novo segmento do setor financeiro, não garante, necessariamente, uma tradução na estrutura institucional (ANDREONI & CHANG, 2022; LECHEVALIER; DEBANES & SHIN, 2019; VOGEL, 2019). Com isso, percebe-se uma descoordenação entre bancos, conglomerados e Estado, que, conforme Figura 5, a seguir, parece se traduzir, por exemplo, numa tendência decrescente do percentual de investimento em capital fixo como porcentagem do PIB, claro que em proporções diferentes entre países.

Figura 5: investimento em capital como porcentagem do PIB.



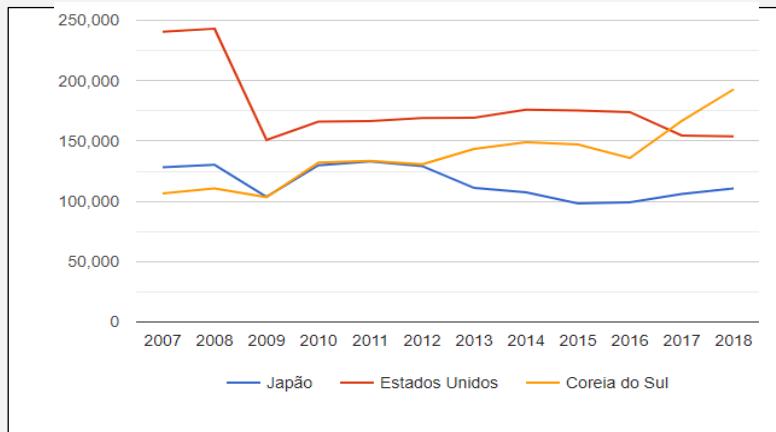
Fonte: World Bank apud The global economy.

Com a análise da série histórica apresentada na referida figura, verifica-se que o investimento em capital fixo como porcentagem do PIB no Japão e na Coreia do Sul é superior ao dos EUA desde os anos de 1970. No Japão, esse investimento segue tendência decrescente desde a década de 1970,

enquanto na Coreia do Sul a tendência declinante se inicia um pouco mais tarde, por volta dos anos de 1990. Nos EUA, este percentual permanece relativamente estável entre os anos de 1970 e 2020.

Outra constatação desse período de descoordenação entre bancos, conglomerados e Estado é a tendência declinante das exportações de produtos com alta tecnologia embarcada no Japão e nos EUA, entre os anos de 2007 e 2018, conforme se verifica na Figura 6, a seguir. A Coreia do Sul destoa deste padrão, com crescimento das exportações em quase todo o período analisado.

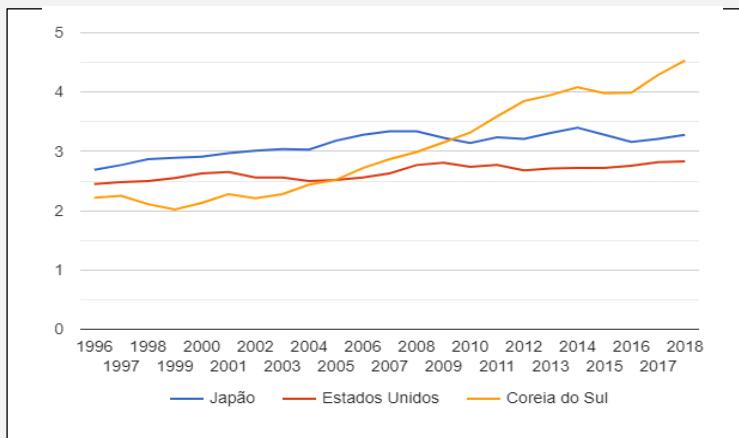
Figura 6: Exportações de alta tecnologia.



Fonte: *World Bank apud The global economy*.

A Coreia do Sul destoa, também, na variável despesa em P&D como porcentagem do PIB, conforme se verifica na Figura 7, a seguir. Apesar dos três países analisados apresentarem uma tendência crescente nas despesas em P&D, entre os anos 1996 e 2018, a Coreia do Sul foi o único país cujo crescimento superou 1% nesse período, crescendo, aproximadamente, 2,3% (de 2,2 para 4,5%). Japão e EUA apresentaram um crescimento bastante modesto. Essa diferença pode explicar, pelo menos em parte, a diferença dos resultados em termos de exportações de alta tecnologia.

Figura 7: Despesas em P&D como porcentagem do PIB.



Fonte: *World Bank apud The global economy*.

Os dados apresentados dão bastante sentido ao argumento de Andreoni; Chang (2019) e Lechevalier; Debanes & Shin (2019) de que o surgimento de novas complementariedades institucionais entre o ambiente financeirizado e as novas maneiras de se fazer PI, não se constitui condição suficiente

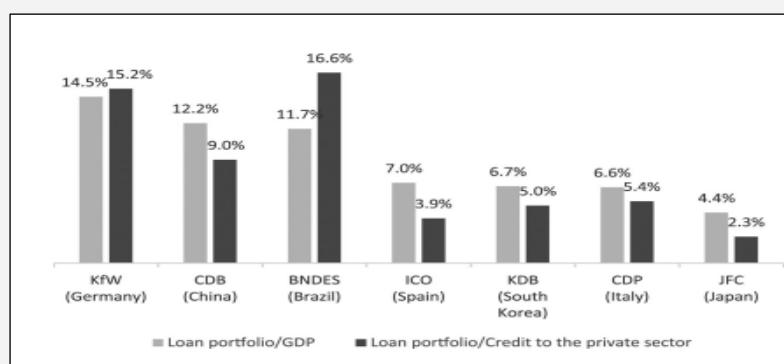
para compensar as contradições e a perda de capacidades institucionais, o que não significa que os Estados se tornaram inevitavelmente impotentes neste contexto.

Ou seja, tanto no Japão, quanto na Coreia do Sul, algumas contradições surgem, ou pelo fato das tentativas de complementaridades intencionais não levarem a complementaridades *ex post*, ou pela perda de capacidades institucionais, resultante do processo ou dos mecanismos de mudanças institucionais (ANDREONI; & CHANG, 2019; FIELDS, 2012). Por exemplo, embora esteja no centro da agenda governamental a promoção de PMEs e de *startups*, no caso da Coreia do Sul, as grandes empresas continuam se beneficiando de uma série de vantagens (fiscais, por exemplo), por conta de seu poder de mercado e de seus laços políticos (LECHEVALIER; DEBANES & SHIN, 2019).

Outro exemplo destas contradições surgidas tanto no Japão, quanto na Coreia do Sul, é o caso dos bancos de desenvolvimento. Embora tenham contribuído consideravelmente para o financiamento do desenvolvimento econômico durante a Idade de Ouro, no período de liberalização econômica eles foram desmontados ou reformados, experimentando um renascimento após a crise global de 2007-2008, não apenas nestes países, mas na maioria dos países do mundo, numa tentativa de reduzir as restrições financeiras das empresas (LECHEVALIER; DEBANES & SHIN, 2019).

Apesar de manter vivo o forte compromisso com a indústria, constituindo-se como um bastião de resistência, que tem se refletido em sua oposição aos planos de privatização, a importância relativa destas organizações na economia, em comparação com a de outras economias comparáveis, levando em consideração indicadores como carteira de empréstimos em relação ao PIB ou crédito total ao setor privado, tem se reduzido (ver Figura 8, a seguir). É importante ressaltar que o *Korean Development Bank (KDB)*, no contexto coreano, é muito mais poderoso do que o *Japan Finance Corporation (JFC)*, no contexto japonês, onde houve muito mais descontinuidade na história com os processos de reestruturação das instituições financeiras (LECHEVALIER; DEBANES & SHIN, 2019).

Figura 8: Importância relativa da carteira de empréstimos dos bancos de desenvolvimento em um número de países selecionados.



Fonte: Lechevalier; Debanes; Shin (2019).

Com o exposto, percebe-se que o processo de liberalização financeira ocorrida no Japão e na Coreia do Sul, apesar de aproximar a governança corporativa destes países do modelo anglo-saxão, baseado na MVA, e impor alguns constrangimentos à capacidade do Estado na implementação de políticas para o desenvolvimento industrial e, consequentemente, para o aumento da performance do

setor, os resultados em termos de investimento em capital fixo, P&D e exportações de produtos com alta tecnologia embarcada parecem indicar capacidades estatais distintas, com um menor desmonte relativo da instituição do Estado desenvolvimentista coreano quando comparado ao japonês. Na próxima seção, apresentam-se as considerações finais.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo discutiu como a financeirização das grandes corporações ocidentais, em especial norte-americanas, intensificada pelo processo de globalização financeira da década de 1970, as conduziu para um modelo de governança corporativa que se tornou uma instituição do capitalismo contemporâneo.

A perspectiva do modelo de governança MVA ganhou evidência com a perda de competitividade das grandes corporações dos EUA, sob um ambiente macroeconômico instável e a ascensão de uma nova concorrência, especialmente a asiática. Esta perda de competitividade é atribuída pelos seus ideólogos ao princípio da Forma-M, de “reter e reinvestir” para crescer. Sua substituição pela Forma-MVA, de “reduzir e distribuir”, parecia superar um obstáculo crítico para esta perda de competitividade.

Com o processo de liberalização econômica do Japão e da Coreia do Sul, este modelo de governança tem se disseminado por estes países, claro que com suas peculiaridades, associadas ao arcabouço institucional vigente, o que tem restringido, de diferentes maneiras, a capacidade estatal de implementação de PIs, tanto novas, quanto aquelas nos moldes das implementadas nos anos de ouro, pelos seguintes motivos: (i) tentativas de complementariedades institucionais para alcançar novos objetivos de PIs não levarem a complementariedades *ex post*; e (ii) perda de capacidades institucionais, resultante do processo ou dos mecanismos de mudanças institucionais.

É importante frisar, ainda, três aspectos relevantes que dão contornos mais nítidos às políticas de governança através do princípio da MVA, a saber:

(i) Não há evidência de que um país cresça ou regreda economicamente apenas pela implantação de um princípio financeiro-contábil de governança privada ou de caráter estritamente microeconômico. Determinar o maior valor para os acionistas é especificar *ex-ante* os ganhadores do jogo econômico na esfera das firmas juridicamente constituídas como sociedades anônimas.

(ii) Afinal, como saber exatamente qual o maior valor para o acionista em cada período de produção se, no seu início, são estabelecidos os custos médios de operação da planta produtiva, atualizados pelos valores esperados de variação nos preços dos insumos e demais custos correntes? Uma forma típica seria fixar preços de venda no limite superior do preço de mercado, considerando que a firma conhece o seu poder mercado. Quer dizer, uma forma ancestral de “cost squeeze” via pressão adicional sobre os fornecedores, inclusive sobre a formação dos preços embutidos nos contratos de trabalho. Nessas condições, a mão (in)visível do individualismo da alta gestão e dos conselhos de administração transformam as organizações inteiras em centros de lucro, com potenciais prejuízos para os investimentos de longo prazo que, no mundo de contratos incompletos, exigem confiança recíproca entre os contratantes e ajustes negociados entre as partes ao longo do processo de geração e apropriação da riqueza;

(iii) Além disso, é importante considerar a posição do país na estrutura das relações geopolíticas internacionais e a natureza da gênese da burguesia local e sua relação com os mercados mundiais. Um princípio financeiro-contábil apresentado como um compromisso ideológico supõe a disseminação na sociedade do valor que lhe é subjacente, o individualismo crasso e dependente da participação de empresas enquanto sociedades anônimas no tecido produtivo local. Quanto menor a participação

destas, menor a sua relevância nos mecanismos e sinalização para orientação dos investimentos num quadro de incipiente mercado de capitais estruturados e relevantes.

Em síntese, como parte da economia política e da análise histórica sempre enfatizou, considerar o princípio do MVA somente um critério financeiro-contábil para avaliar e incentivar a eficiência econômica nas práticas administrativas e da alta gestão das empresas apenas realça o seu eventual efeito microeconômico na atividade econômica. Observe-se que, mesmo encampado e afirmado como princípio ordenador e de monitoramento dos direitos de propriedade sobre o capital no âmbito da OCDE, a pluralidade de capitalismos e de conflitos de interesses nacionais não tem se traduzido por sua adoção irrestrita. Em primeiro lugar, porque coloca em tela um problema para a formulação e legitimação das políticas industriais, que decorre da enorme dificuldade de se justificar o uso de recursos públicos, sabendo-se que o fluxo líquido de caixa será apropriado exclusivamente pelos acionistas das empresas. Em segundo lugar, porque a governança corporativa é um conceito amplo, envolvendo a formulação de estratégias de longo prazo e sua sustentação nas rotinas de curto prazo das empresas. A questão política e econômica que se tratou aqui é a impropriedade da redução das estruturas organizacionais e finalidades das empresas restrita apenas à políticas de transferência do valor criado para uma das partes interessadas no seu desempenho, agora transformado em regra universal válida para todos os países. Como se tem visto, este não tem sido o caso.

Referências bibliográficas

- AGLIETTA, M. Shareholder value and corporate governance: some tricky questions. *Economy and Society*, London, v. 29, n.1, pp. 146-159, 2000.
- AMSDEN, A. *Asia's next giant*. New York-Oxford: Oxford University Press. 1989.
- ANDREONI A., CHANG H-J. The Political Economy of Industrial Policy: Structural Interdependencies, Policy Alignment and Conflict Management, *Structural Change and Economic Dynamics*, N. 48, pp. 136-150, 2019.
- AOKI, M. *La estructura de la economía japonesa*. México: Fondo de Cultura Económica, 1990.
- ASIA-PACIFIC ECONOMIC COOPERATION (AEPEC). Japan: Financial Services Sector Reform. *APEC Policy Support Unit*, Singapore, may 2017.
- BERNSTEIN, P. *Capital ideas evolving*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2007, 282f.
- BLAIR, M. M.; STOUT, L. A. Specific investment: explaining anomalies in corporate law. *Cornell Law Faculty Publications*. Paper 767. 2006. Disponível em: <<http://scholarship.law.cornell.edu/facpub/767>>. Acesso: 15 mar. 2014.
- CANUTO, O. *Brasil e Coréia do Sul: os descaminhos da industrialização tardia*. São Paulo: Ed. Nobel, 221f, 1994.
- COASE, D. The nature of the firm. *Economica*, v. 4, pp. 386-405, 1937.
- DE JESUS JÚNIOR., L. B. *Petrobras, intervenção governamental e maximização do valor para o acionista: uma sugestão de interpretação*. 178f. Tese (Doutorado em Ciências Econômicas) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2015.
- DEQUECH, D. Instituições: questionando a divisão micro-macro da economia e do seu ensino. *Economia* (Brasília), v. 14, pp. 565-585, 2013.
- FAMA, E.; JENSEN, M. Separation of owner ship and control. *Journal of Law and Economics*, Chicago, v. 26, n. 2, pp. 301-325, 1983.
- FIELDS, K. J. Not of a piece: developmental states, industrial policy, and evolving patterns of capitalism in Japan, Korea, and Taiwan? In: *East Asian Capitalism: Diversity, Continuity, and Change*, pp. 46-67, 2012.
- JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, v. 76, n. 2, pp. 323-329, 1986.
- 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, pp. 305-360, 1976.

JENSEN, M. C.; SMITH JR., C. W. The theory of corporate finance: a historical overview. In: JENSEN, M. C.; SMITH JR., C. W. (Eds.). *The modern theory of corporate finance*. New York: McGraw-Hill Inc., pp. 2-20, 1984.

KERSTENETZKY, J. A natureza da firma contemporânea: o problema da governança corporativa à luz da história do pensamento econômico. *Econômica*, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, pp. 209-238, 2007.

KEYNES, J. M. The general theory of employment. *Quarterly Journal of Economics*, v. 51, n. 2, pp. 209-223, 1937.

KEYNES, J.M. *Teoria geral do emprego, do juro e do dinheiro*. São Paulo: Ed. Abril Cultural, 1983, 333f.

KIM, H.; KIM, W. *Changes in Korean Corporate Governance: A Response to Crisis*. Journal Applied Corporation Finance. A Morgan Stanley Publication. Volume 20, Number 1, Winter 2008. Disponível em: <<https://tinyurl.com/5n94aa94>>. Acesso em: 25 set. 2024.

KIM, E. M. *Big Business, Strong State*. Collusion and Conflict in South Korean Development, 1960-1990. New York: State University of New York Press, 1997.

KIM, L. *Imitation to innovation: the dynamics of Korea's technological learning*. Harvard Business School Press, 1997.

LAZONICK, W. The value-extracting CEO: How executive stock-based pay undermines investment in productive capabilities, *Structural Change and Economic Dynamics*, Elsevier, vol. 48(C), pp. 53-68, 2019.

LAZONICK, W. Corporate governance, innovative enterprise, and economic development. *UNU World Institute for Development Economics Research (UNU-WIDER)*. Research paper n. 71, jul. 2006. Disponível em: <<https://tinyurl.com/4mhe97s3>>. Acesso: 01 set. 2024.

LAZONICK, W. et al. U.S. Pharma's Financialized Business Model, Institute for New Economic Thinking, *Working Paper* N. 60, 2019. Disponível em: <<https://tinyurl.com/4vdmy5fd>>. Acesso em: 4 abr. 2022.

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

LECHEVALIER, S.; DEBANES, P.; SHIN, W. Financialization and Industrial Policies in Japan and Korea Evolving Complementarities and Loss of Institutional Capabilities. *Structural Change and Economic Dynamics*, n. 48, pp. 69–85, 2019.

LECHEVALIER, S.; MONFORT, B. *Lessons from the Japanese experience*. Towards a new economic policy. Editions de l'Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales (in French), 2016.

LEE, C. H. Corporate behavior in theory and history: I. The evolution of theory. *Business History*, v. 32, n. 1, pp. 17-31, 1990.

LIMA, U. M. O debate sobre o processo de desenvolvimento econômico da Coreia do Sul: uma linha alternativa de interpretação. *Economia e Sociedade*, 2017, v. 26, n. 3, pp. 585-631.

MDEDEIROS, C. A. Desenvolvimentismo com características chinesas. In: MAJEROWICZ, Esther; PARANÁ, Edemilson. (Org.). *A China no capitalismo contemporâneo*. 1ed. São Paulo: Expressão Popular, pp. 31-97, 2022.

MIN, B. S. Corporate governance reform: the case of Korea. *Asian Journal of Political Science*, v. 24, n. 1, pp. 21–41, 2016.

MORCK, R.; NAKAMURA, M. The history of corporate ownership in Japan. *European Corporate Governance Institute*, Finance Working Paper, n. 20, pp. 1-143, 2003.

MURILLO, D.; SUNG, Y. *Understanding Korean Capitalism: Chaebols and their Corporate Governance*. 2013. Disponível em: <<https://tinyurl.com/m8au3aj>>. Acesso em: 25 set. 2024.

NELSON, R.; WINTER, S. *An evolutionary theory of economic change*. Cambridge (MASS): Harvard University Press, 1982, 437f.

O'SULLIVAN, M. The innovative enterprise and corporate governance. *Cambridge Journal of Economics*, v. 24, n. 4, pp. 393-416, 2000.

PATRICK, H.T.; PARK, Y.C. *The Financial Development of Japan, Korea, and Taiwan: Growth, Repression, and Liberalization*. Oxford University Press on Demand, 1994.

PENROSE, E. *The theory of the growth of the firm*. 4^a Ed. Oxford: University Press, 1959. 249 f.

POLANYI, K. *A grande transformação*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1980, 306f.

RAVENHILL, J. *From National Champions to Global Partnerships: The Korean Auto Industry, Financial Crisis and Globalization*. 2001. MIT Japan Program: Working Paper Series 01.04. Disponível em: <<https://tinyurl.com/5fejtba8>>. Acesso em: 15 out. 2024.

ROSENBERG, N. *Perspectives on technology*, Cambridge: Cambridge University Press, 1976, 343f.

SUB CHOI, P. M.; CHUNG, C. Y.; VO, X. V.; WANG, K. Are better-governed firms more innovative? Evidence from korea. *International review of economics & finance*, 69, 2020, 263-279.

THE GLOBAL ECONOMY. *Business and economic data for 200 countries*. Disponível em: <<https://pt.theglobaleconomy.com>>. Acesso em: 12 abr. 2022.

TRADING ECONOMICS. *Japan private debt to GDP*. Disponível em: <<https://tinyurl.com/4kjuuy49>>. Disponível em: 11 set. 2023.

UEDA, R. How is corporate governance in Japan changing?: Developments in listed companies and roles of institutional investors, *OECD Corporate Governance Working Papers*, n. 17, Paris: OECD Publishing, 2015.

VOGEL, S. K. Japan's Ambivalent Pursuit of Shareholder Capitalism. *Politics & Society*, 2019, v. 47, n. 1, pp. 117–144.

WILLIAMS, K. From shareholder value to present-day capitalism. *Economy and Society*, v. 29, n. 1, pp. 1-12, 2000.

WILLIAMSON, O. E. *The Economic Institutions of Capitalism*: firms, markets, relationsl contracting. London: Collier Macmillan Publishers, 1985.

WILLIAMSON, O. E.; WINTER S. G. (eds). *The nature of the firm*: origins, evolution, and development. New York: Oxford University Press, 1991. 235 pp.