

# Elementos para compreender a concentração de renda nos EUA a partir da financeirização de empresas não-financeiras

Mateus Ubirajara Silva Santana<sup>1</sup>  
Érica Patente Nascimento<sup>2</sup>  
Ana Lucia Gonçalves da Silva<sup>3</sup>

## Resumo

O presente artigo se propõe a relacionar o processo de financeirização de empresas não-financeiras à concentração de renda, particularmente nos Estados Unidos, no contexto da mundialização financeira. Partindo do conceito da lógica da maximização do valor ao acionista, que passou a orientar a gestão da grande corporação capitalista a partir dos anos 1980, o artigo tem como objetivo evidenciar como a introdução desse mecanismo provocou mudanças na estrutura e formação de renda no interior das empresas. Segundo diversos teóricos da financeirização, a busca pela maximização do valor acionário tendeu a beneficiar fundamentalmente dois atores: os acionistas, por meio do aumento do pagamento de dividendos, e os alto executivos, que, em convergência aos interesses dos *shareholders*, têm seus rendimentos ampliados por meio dos altos salários pagos e da posse de *stock options*. Por outro lado, os demais trabalhadores estariam sendo prejudicados pelas políticas de reestruturação produtiva, com foco no corte de custos (mediante o processo de flexibilização e precarização das condições de trabalho).

**Palavras-chave:** financeirização, governança corporativa, maximização do valor ao acionista, concentração de renda.

## Abstract

### Financialization of non-financial companies and US income concentration

This article aims to link the process of financialization of non-financial companies to the concentration of income, mainly in the the United States, in the context of the financial globalization. It starts from the logic of maximizing shareholder value, which began to guide the management of the great capitalist corporation from the 1980s. The objective is to show that the introduction of this mechanism brought changes in the structure and formation of income within companies, tending to benefit fundamentally the shareholders, through the increase of the payment of dividends, and the high executives, who, in convergence with the interests of the shareholders, have their income increased through the high salaries and the possession of stock options. On the other hand, the other workers are undermined by productive restructuring policies, which focuses on cost cutting (flexibilization and precarious working conditions).

**Keywords:** financialization, corporate governance, maximization of shareholder value, income concentration.

## 1. Introdução

A década de 1970 marca uma transição em direção a uma nova dinâmica de concorrência e acumulação capitalista, acompanhada de mudanças na forma de envolvimento das esferas produtiva

---

<sup>1</sup> Doutorando em Economia-Unicamp. Mestre em Desenvolvimento Econômico-Unicamp. Graduado em Ciências Econômicas e Ciências Sociais-Unicamp.

<sup>2</sup> Professora Assistente do curso de Ciências Econômicas-UENP. Doutoranda em Economia-Unicamp. Mestre em Desenvolvimento Econômico-UFU.

<sup>3</sup> Professora do Departamento de Teoria Econômica e do Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico-Unicamp. Doutora em Economia-Unicamp.

e financeira, com implicações decisivas no modo de gerar e capturar valor e conseqüentemente na distribuição de renda.

Até então, o fordismo, enquanto padrão de acumulação e forma organizacional, havia racionalizado a produção por meio da implantação de uma detalhada e rígida divisão do trabalho no interior da empresa, que foi capaz de ampliar a produtividade de maneira bastante expressiva. A forte centralização do capital, as economias de escala, a estrutura verticalizada e a competição multidoméstica – nos termos de Porter (1986) – davam o tom desse processo de produção e consumo em massa, que se configurou também como modo de vida. O fordismo amadureceu no pós-Segunda Guerra, sob a tutela do poder econômico e financeiro dos Estados Unidos, que recebeu o privilégio de emitir a moeda mundial, ancorando à sua política fiscal e monetária o desenvolvimento econômico global.

Como expõe Belluzzo (2012), a arquitetura econômica e política desenhada nos anos 1930 e consolidada no pós-Guerra permitiu a convivência entre estabilidade monetária, elevado crescimento econômico, diminuição da taxa de desemprego e ampliação dos níveis de salários em sintonia com o aumento da produtividade. Nesse período que Minsky (1994) denominou *Big Government* (1947-1973), devido ao papel ativo do Estado no estímulo à demanda, o rendimento real das famílias norte-americanas praticamente triplicou, possibilitando às classes trabalhadoras usufruírem de uma prosperidade sem precedentes. Neste cenário, foram erigidos os “Anos Dourados” do capitalismo, que teve duração até aproximadamente 1973.

Porém, com o fim da política de conversibilidade dólar-ouro e a flexibilização da taxa de câmbio, impostos unilateralmente pelos Estados Unidos – e depois seguidos pelas demais potências em 1973 – a prosperidade econômica e social trazida pelos acordos de Bretton Woods se encerrou. O quadro econômico de recessão, combinado com elevados índices de inflação, exigiu do governo respostas no sentido da liberalização e desregulamentação. Esse movimento engendrou uma rápida transformação nas estruturas produtivas das empresas, contribuindo para fomentar em um novo regime de acumulação, mais flexível e dinâmico em relação ao antigo modelo fordista (HARVEY, 2014).

O novo padrão de acumulação impôs uma intensa concorrência internacional, que resultou em uma acelerada transformação no paradigma tecnológico e, conseqüentemente, na estrutura produtiva. A revolução das tecnologias de informação e comunicação (TICs), a liberalização dos mercados e as inovações financeiras permitiram maior flexibilidade na produção. Assim, novas formas de organização produtiva passaram a ditar o ritmo da produção.

Como exemplo notório desse processo, emerge o modelo toyotista, desenvolvido pelo Japão e incorporado posteriormente por diversas empresas transnacionais no mundo todo. O modelo japonês passou a concorrer intensamente com o modelo fordista americano que, engessado pela queda de

produtividade, passou a enfrentar seus próprios limites e contradições. Isso expunha a tradicional grande empresa norte-americana a formas de organização mais eficientes, bem como à terceirização e à fragmentação de sua linha de produção.

Diante disso, as grandes empresas transnacionais, e o comércio mundial de mercadorias como um todo, passaram por profundas modificações no bojo do processo de competição global. Além da ampliação geográfica dos mercados, observou-se a expansão das estruturas internas das Empresas Transnacionais (ETNs), fundamentalmente via investimento direto externo (IDE) e comércio intraempresas.

É importante enfatizar que, não somente o setor produtivo se modificava, mas também o mercado financeiro e de capitais passava por transformações profundas. Como apontam Lazonick e O'Sullivan (2000), os agentes financeiros passaram a questionar a grande corporação chandleriana, que começou a ser vista como contraproducente em sua lógica de *reter e reinvestir*. Ganhou espaço, então, a teoria da agência, que considera a organização como um conjunto de subunidades líquidas voltadas para a maximização do valor das ações – guiando-se pela teoria do *shareholder value* como sistema de governança corporativa – e atendendo à premissa de *encolher e distribuir*.

De fato, novas e estreitas articulações entre capital financeiro e produtivo foram se erguendo nesse período. Articulações tão importantes a ponto de darem sentido a uma nova Divisão Internacional do Trabalho (DIT) comandada por cerca de trezentas a quinhentas grandes empresas transnacionais cujas estratégias atendiam agora à dominância da lógica financeira sobre a produtiva, num processo tratado por autores como Braga (1990) e Chesnais (1996) como financeirização.

No plano internacional, a financeirização significou um duplo movimento, particularmente no que diz respeito ao nível das empresas: de um lado, a centralização do controle da propriedade mediante as ondas de fusões e aquisições de grandes grupos econômicos (possíveis pela capitalização das bolsas de valores nos anos 1980, 1990 e 2000); e de outro, a nova distribuição espacial da produção, expressa nas cadeias globais de valor. Esse duplo movimento representou, por um lado, a ampliação do controle da propriedade entre grandes e importantes acionistas, permitindo assim o aumento de seu patrimônio e renda e, por outro, a terceirização (*outsourcing*) das funções não-essenciais às operações de *core business* das corporações, notadamente as atividades produtivas, que foram deslocadas a regiões de mão-de-obra mais barata (BELLUZZO, 2014:6-7).

Nesse sentido, diversos teóricos apontam que a financeirização tem levado à uma nova distribuição da renda e riqueza no interior das empresas, principalmente devido à introdução da lógica da maximização do valor ao acionista na gestão corporativa. Assim, este artigo tem como principal objetivo analisar como e através de que mecanismos a financeirização de empresas não-financeiras têm alterado o padrão de formação de renda e contribuído para o aumento da desigualdade, particularmente nos Estados Unidos.

Após essa introdução, a segunda seção do artigo, pretende-se apresentar o aporte teórico geral à discussão sobre financeirização. Para isso, foram selecionadas as contribuições de Braga, Chesnais, Guttmann e Serfati, que, apesar de terem enfoques relativamente distintos acerca do fenômeno da financeirização, partilham da ideia de que esse processo representa a crescente importância das finanças em relação à produção. A partir da exposição das nuances conceituais desses autores acerca do tema da financeirização, propõe-se extrair suas principais contribuições sobre o assunto, buscando aprimorar a apreensão sobre este fenômeno do capitalismo contemporâneo.

Na terceira seção do artigo, propõe-se analisar especificamente o processo de financeirização no interior das empresas. Com isso, pretende-se evidenciar como a penetração da lógica da maximização do valor ao acionista na gestão corporativa a partir da década de 1980 representou uma transformação nos objetivos gerais da empresa. Priorizando a valorização dos ativos financeiros, a administração buscou implementar uma série de mecanismos que visam alinhar os interesses dos executivos (administradores) aos dos acionistas (proprietários).

A quarta seção pretende evidenciar como essa lógica voltada à maximização do valor ao acionista tende a beneficiar fundamentalmente os *shareholders* (cuja remuneração sob a forma de dividendos disparou nas últimas três décadas) e os altos executivos, que, além de receberem altos salários para realizar uma gestão orientada à geração de valor acionário, possuem ações da própria empresa, capazes de gerar dividendos. Essa nova forma de gestão empresarial, ao impactar diretamente na estrutura de renda, ajudaria a explicar o processo de concentração da riqueza nos Estados Unidos. Por outro lado, os demais trabalhadores seriam prejudicados por uma diretriz empresarial que privilegia o corte de gastos (sobretudo com a força de trabalho), as terceirizações e o uso de tecnologias da informação e comunicação, que tendem a tornar o trabalho cada vez mais redundante. Por fim, tem-se a seção destinada às conclusões gerais a partir dos pontos apresentados.

## **2. Interpretações sobre o processo de financeirização**

A nova dinâmica de concorrência e acumulação capitalista iniciada nas últimas décadas do século XX vem acompanhada do estreitamento dos laços entre as esferas produtiva e financeira, constituindo uma peculiar integração entre ambas. Esse movimento, porém – assim como seu debate – não é recente. Hilferding (1985) já apontava, no início do século passado, para a crescente interpenetração entre capital produtivo e bancário-financeiro na fase monopolista de industrialização.

Segundo o autor, o capital financeiro pode ser entendido como a união de todas as formas parciais do capital (capital comercial, capital industrial, capital a juros e capital fictício), mas diz respeito, particularmente naquele período, às ligações entre capital a juros e capital industrial. Mais tarde, Lênin retomará o conceito de capital financeiro de Hilferding, conceituando-o como a fusão de propriedade e interesses entre capital bancário e capital industrial (LÊNIN, 1985: 88).

A elaboração da noção de financeirização, porém, surge mais tarde, em meados da década de 1980 e 1990. Mobilizado por diversos teóricos da heterodoxia econômica (regulacionistas, pós-keynesianos, institucionalistas, marxistas), o termo financeirização passou a representar, sobretudo, a proeminência do setor financeiro em relação ao produtivo, principalmente a partir das transformações provocadas pelas políticas de liberalização e desregulamentação de capitais nos anos 1970.

O conceito de financeirização mais difundido tem sido o de Epstein (2005), que associa esse processo ao aumento cada vez mais relevante dos mercados, instituições e atores financeiros nas transações econômicas domésticas e internacionais. Partindo de diferentes enfoques, outros autores mobilizam o conceito de financeirização, com o objetivo de apontar para um movimento de mundialização financeira (CHESNAIS, 2005), ou de um capitalismo orientado pelas finanças (GUTTMAN, 2016), em direção a um regime de crescimento induzido pelas finanças (AGLIETTA, 1998; BOYER, 2000), com orientação ao valor do acionista (STOCKHAMMER, 2006) e até mesmo de maximização do valor do acionista (LAZONICK, 2000).

Muitas dessas interpretações destacam a ampliação dos ganhos puramente financeiro-rentistas em detrimento dos ganhos advindos da produção (lucros). Trata-se de uma visão que, se levada ao extremo – no que toca à separação entre capital produtivo, de um lado, e capital financeiro-especulativo (improdutivo), de outro – pode incorrer em equívocos de análise, principalmente quando se considera o conceito original de capital financeiro de Hilferding.

Observando as transformações da economia capitalista, José Carlos de Souza Braga foi um dos precursores no Brasil no debate sobre o que se denominaria financeirização. Já na década de 1980, Braga (1985) apontava para um novo padrão de acumulação e gestão capitalista, no qual a valorização do capital e a concorrência estariam cada vez mais atreladas à “dominância da lógica financeira”. Segundo Braga (1993:26) a dominância financeira – a *financeirização* – é expressão geral das formas contemporâneas de *definir, gerir e realizar riqueza no capitalismo*. Nesse sentido, a financeirização corresponde a um padrão sistêmico de riqueza, no qual a ampliação da parcela de ativos financeiros na composição da riqueza contemporânea, ou seja, nos portfólios dos diversos agentes (famílias, empresas, governos) ganha relevância proeminente em relação a períodos anteriores do capitalismo.

O autor, entretanto, não desenvolve o conceito de financeirização a partir da ideia de uma separação ou descolamento entre setor financeiro e setor produtivo, tampouco a partir de uma dicotomia entre capital produtivo “bom” e capital financeiro-rentista “mau”. A novidade, segundo Braga, reside justamente no fato de que os departamentos financeiros das grandes empresas, nesse novo padrão sistêmico de riqueza financeirizado, assumem posição estratégica crucial, tanto quanto o investimento em progresso técnico ou mais.

Braga e outros autores rechaçam a separação entre capital produtivo e financeiro-rentista, já que não há “um dualismo baseado na existência do ‘bom capital’, aquele do mundo da produção e da circulação de mercadorias, e do ‘mau capital’, aquele do mundo das finanças, que não cria empregos e renda” (BRAGA et al., 2017: 12). Essa concepção da financeirização enquanto padrão sistêmico de riqueza não atribui à dominância financeira um desvirtuamento ou degeneração do que seria “ideal” ou “genuíno” do capitalismo, a saber, a produção e circulação de mercadorias, mas sim um desdobramento lógico-histórico das formas de valorização do capital.

Marx (2011), no terceiro volume d'O Capital, já havia apontado para a tendência à autonomização do capital a juros por meio da crescente expansão do sistema de crédito e do desenvolvimento dos mercados de ações. A forma do capital industrial e sua valorização na esfera da produção e circulação de mercadorias (D-M-D') teria como desdobramento a forma do capital a juros<sup>4</sup>. Analisando o conceito do capital a juros, e portanto, do crédito em Marx, Mazzuchelli (1985) argumenta que sua concentração nas mãos dos capitalistas monetários permitiram o surgimento de uma nova operação do capital, ligada à forma de valorização financeira e fictícia (D-D'), o que cria o fetiche de que o dinheiro cria o próprio dinheiro. Essa ideia fica mais evidente com a efetivação de um circuito estritamente financeiro de valorização do capital: as bolsas de valores e os mercado de ações.

Mazzuchelli (1985) argumenta que a consolidação do capital a juros frente ao capital produtivo significa a prevalência dos juros como uma forma independente do lucro do empresário, de modo que cada um passa a atuar de maneira independente, sujeito a determinações próprias. Isso não significa, contudo, que o capital a juros possui a capacidade de criar mais dinheiro por conta própria, mas que “as conexões internas que exatamente permitem que o dinheiro crie mais dinheiro estão, agora, absolutamente encobertas”. A ilusão reside no fato de que o dinheiro parece assumir o “dom natural” de se multiplicar e que todas as determinações sociais que se encontram subjacentes à relação do capital passam a ser naturalizadas.

Assim, Mazzuchelli a partir da leitura de Marx resume:

É neste sentido que, no capital a juros, encontramos a mistificação capitalista em sua forma mais declarada: enquanto os juros constituem, originariamente, uma parte dos lucros, aqui encontramos, inversamente, com os juros como o verdadeiro fruto do capital como o originário, e com o lucro de empresário, como simples acessório e adiantamento acrescido no processo de reprodução (MAZZUCHELLI, 1985: 87).

---

<sup>4</sup> O capital a juros em Marx pode ser entendido como o empréstimo oferecido pelo capitalista monetário (bancos) ao capitalista industrial para que ele possa se financiar e investir na esfera produtiva. O capital a juros só pode se constituir enquanto tal na medida em que ele for dispendido como capital, isto é, quando for revertido na compra de meios de produção por parte do capitalista. Trata-se de um adiantamento de capital que só os bancos, através do capital portador de juros (crédito), são capazes de financiar. A expressão da circulação do capital portador pode ser simplificada da seguinte forma :  $D - D - M - D' - D'$ .

Belluzzo (2013) também entende que é da sina do capital procurar formas mais líquidas e abstratas de valorização. Retomando a análise de Marx, o autor argumenta que, ao passo que a concentração da riqueza líquida nos bancos e instituições financeiras permitiu o adiantamento de recursos para o capitalista em função, ao mesmo tempo, o movimento de expansão de valorização do capital, ao ampliar as relações de crédito e débito, criou um mercado específico de negociação de valores, a bolsa. São nesses mercados que ocorre a avaliação e negociação dos direitos de propriedade e dívidas e onde os agentes buscam a valorização puramente financeira (D-D'), abrindo espaço para a ampliação de práticas especulativas. Belluzzo argumenta que os agentes, no afã pela ampliação de sua riqueza, buscam formas mais rápidas e líquidas de valorização do capital. O capital financeiro (entendido como a fusão entre capital produtivo e capital bancário) tende a levar esse processo ao paroxismo, arrastando o capital em função para o frenesi especulativo do capital fictício.

Todavia, Belluzzo (2013) reitera que, apesar de as relações intermediárias de valorização do capital – particularmente as de produção – estarem ocultadas nessa forma do capital fictício – aparentando que ele valoriza a si próprio – as relações entre a economia real e a economia monetário-financeira nunca são de exterioridade, ao contrário, são diretamente interligadas. O capital a juros e o capital fictício são, em realidade, desdobramentos das formas assumidas pelo capital em seu movimento de valorização e expansão permanente.

No padrão de acumulação e gestão dominado pelas finanças, que emerge a partir dos anos 1980, o dinheiro tende cada vez mais a realizar o circuito financeiro (D-D') e menos o da produção (D-M-D') – embora nunca o deixe de fazer. A financeirização, como expressão geral da dominância financeira, torna-se então padrão sistêmico de riqueza. Isto é, sua lógica se entranha na concorrência intercapitalista e na organização empresarial de modo que as grandes corporações contemporâneas passaram a ter como elemento central de acumulação de riqueza seus ativos financeiros (BRAGA, 1990, 1996, 2000). As empresas, especialmente os grandes grupos empresariais, reunidos sob a forma de *holdings*, também se financeirizaram, passando a guiar-se pelo seguinte objetivo:

$$Fo = f(Zbs, Ipt, X, Cgv, Fg)$$

Em que Zbs representa a produção e comercialização de bens e serviços; Ipt: investimento em progresso técnico (criação de novos produtos, novos processos, novas formas organizacionais); X: internacionalização via comércio; Cgv: internacionalização via investimento e, mais especificamente, via fragmentação das cadeias de valor por diferentes países, de acordo com as vantagens oferecidas por cada um deles; e Fg: finanças gerais. Essas finanças podem ter fins operacionais (guardam relação com as demais atividades do grupo empresarial) e não operacionais (não têm ligação com essas atividades, estando voltadas à especulação e arbitragem nos mercados financeiros) (BRAGA et al., 2017: 7).

A partir dessa equação é possível constatar que os grandes grupos empresariais tornaram-se 1) multinacionais, já que atuam em diferentes países; 2) multifuncionais, visto que operam em diferentes ramos de atividade; e 3) multisetoriais, uma vez que atuam simultaneamente em distintas atividades dentro de cada ramo. Assim, a receita dessas corporações possui não só ganhos operacionais, como os lucros advindos da produção e circulação de mercadorias, mas também os ganhos não operacionais, ou seja, advindos de operações com ativos financeiros (Ibid.: 7).

A financeirização, como expressão geral da dominância financeira, é, portanto, o padrão sistêmico de riqueza: sua lógica se entranha na concorrência intercapitalista e na organização empresarial de modo que as grandes corporações passam a ter como elemento central de acumulação de riqueza suas aplicações financeiras. Trata-se, assim, de uma nova forma de gestão de riqueza. Riqueza esta que tem, numa proporção sem precedentes, a participação crescente de ativos financeiros, manifestando-se na forma de capital fictício, e “passando a ser gerida, preponderantemente, nos mercados financeiros diversos, cada vez mais liberalizados e desregulamentados – vale dizer, mundializados” (Ibid.: 3).

Essas empresas estão relacionadas também com as famílias, os bancos e outras instituições financeiras e investidores institucionais (como fundos de pensão, fundos soberanos, seguradoras etc.), que ampliam ainda mais a rede das finanças. Além disso, bancos centrais e tesouros nacionais jogam um papel fundamental na ampliação das relações de crédito e financiamento da economia.

No que diz respeito aos bancos, Braga et al. (2017: 8) afirma que eles permitem dilatar a riqueza sob a forma de capital fictício, na medida em que fornecem crédito destinados a operações fora da esfera produtiva e comercial. Já os investidores institucionais, por possuírem grande volume de riqueza financeira, exercem grande influência sobre o ciclo de negócios, podendo inflar e deflacionar ativos, modificando seus preços. O Estado tem assumido o papel de fiador do processo de acumulação de riqueza financeira. Os bancos centrais têm atuado como emprestadores de última instância, enquanto os tesouros nacionais respaldam os resgates às instituições em contextos de crise, salvando o setor privado. As famílias, sobretudo as norte-americanas, passaram a obter cada vez mais empréstimos para financiar não só para a aquisição de bens de consumo, mas também de serviços, como educação, saúde e previdência.

Assim, o processo de financeirização não se restringe apenas às empresas e às decisões dos agentes privados que nelas atuam. Ela conta também com as decisões do setor público o qual, do mesmo modo, passa a obedecer a uma dinâmica estrutural de acordo com princípios de uma lógica financeira geral. Resumidamente, essa nova lógica:

[...] altera a natureza do dinheiro, do crédito e do patrimônio; da gestão dos bancos centrais sobre a liquidez e as taxas de juros; da emergência das corporações produtivas com finanças que são um objetivo em si mesmas; da circulação internacional ampliada dos capitais (mercados de capitais mundialmente integrados) sob regime de taxas de câmbio flexíveis; da interação desses movimentos com as restrições impostas às finanças públicas; da



desregulamentação financeira (homogeneização dos sistemas financeiros); da condução das políticas de globalização pela hegemonia dos Estados Unidos (BRAGA, 1997: 197-198).

Os EUA, como epicentro desse processo, condicionam ao resto do mundo um paradigma no qual o sistema monetário e de financiamento está baseado principalmente em ativos financeiros (ações, bônus, títulos financeiros públicos e privados e toda sorte de inovações financeiras comportadas pelo mercado de capitais). Além disso, eles têm, a partir de seu banco central, o poder de estabelecimento das condições para que o dólar se configure internacionalmente como a moeda da financeirização global, denominando os valores de face e os rendimentos da maioria dos ativos financeiros (BRAGA, 1997b).

Partindo da hipótese da instabilidade financeira de Minsky, Braga constata que o padrão de riqueza financeirizado contribui para a conformação de um sistema ainda mais instável, suscetível a crises. Isso porque são recorrentes os processos de inflação e deflação de ativos financeiros, dada a complexa rede de relações de crédito-débito entre os diversos agentes, que se encontram interligados por suas estruturas de ativos e passivos. Assim, ao mesmo tempo em que a financeirização serve como catalisador da acumulação produtiva e do progresso técnico, ela também aparece como um “gigantesco sistema de jogo e especulação” que aprofunda a instabilidade e a possibilidade de crises no regime de produção (BRAGA, 1990). O jogo e especulação são permanentes e respondem pela criação de um “estrato superior” de riqueza financeira em patamares superiores ao da riqueza real que demonstram incrível capacidade de se revalorizar, mesmo quando sofre depreciações importantes após atingir picos exacerbados.

François Chesnais, seguindo a linha da escola regulacionista francesa, a qual tem sua origem em uma leitura crítica de Marx e Keynes, entende essa fase atual do capitalismo como algo além de uma nova etapa do processo de internacionalização econômica. Argumentando que esse período é denominado comumente como globalização, Chesnais chama a atenção para a imprecisão e superficialidade desse termo de origem inglesa, que muitas vezes soa como sinônimo de convergência de interesses entre as nações, e aponta para sua pouca eficiência como suporte a análises críticas do processo de integração das economias mundiais nos âmbitos produtivo, comercial e financeiro (CHESNAIS, 1996). O autor considera essa integração como um processo não determinístico e adota o termo “mundialização do capital” como mais adequado para designar a internacionalização econômica após o fim da “era de ouro” do capitalismo.

Trata-se de uma nova configuração dentro do regime de acumulação capitalista e dos mecanismos que o regem, sendo resultado de dois movimentos conjuntos, interligados, porém distintos. Nas palavras do autor:

O primeiro pode ser caracterizado como a mais longa fase de acumulação ininterrupta do capital que o capitalismo conheceu desde 1914. O segundo diz respeito às políticas de liberalização, de privatização, de desregulamentação e de desmantelamento de conquistas

sociais e democráticas, que foram aplicadas desde o início da década de 1980, sob o impulso dos governos Thatcher e Reagan (CHESNAIS, 1996:34).

Ao usar o termo “regime de acumulação”, o autor remete à definição de capital como valor que busca a valorização por dois caminhos: ou pela via longa  $D - M... P... M' - D'$ , ou pela via abreviada  $D - D'$ . O reconhecimento dessa dominância permite compreender como a busca pela forma abreviada encontra sustentação nas relações político-econômica atuais, de modo a constituir um obstáculo à via longa e, portanto, ao crescimento do nível de investimento produtivo, emprego e renda, ao que se somam novas configurações no processo de extração de mais-valia que aprofundam a flexibilização e a precarização do trabalho (CHESNAIS, 2002, 2003).

A “acumulação com dominância financeira” compreende um novo estilo de acumulação de capital expresso em formas singulares de centralização (nacional e internacional), em instituições financeiras especializadas, de “lucros industriais não reinvestidos e rendas não consumidas”, com o intuito de reproduzi-los no interior da esfera financeira, buscando sempre o máximo de rentabilidade aliada à liquidez (CHESNAIS, 2005). Essa nova forma de acumulação conta com salvaguardas institucionais que lhe asseguram, política e financeiramente, a autonomia para inovar e operar mundialmente, superando os limites próprios do modo de produção capitalista, o que é potencializado pelos avanços das tecnologias da informação e comunicação. É no setor financeiro que se encontra a maior e mais flexível circulação de riqueza, permitida sob os auspícios da liberalização econômica que, por sua vez, foi possibilitada com a derrubada da institucionalidade construída pelo acordo de Bretton Woods.

A mundialização financeira é a ponta de lança da mundialização do capital. Dela se desdobra o processo de financeirização colocado por Chesnais (1996). O autor parte de uma interpretação da definição de capital financeiro em Hilferding, como uma teoria da “interpenetração” entre finança e indústria. Já o termo financeirização está associado ao comando das finanças sobre os rumos e decisões da economia, ou seja, o domínio da lógica financeira sobre as decisões de investimento produtivo, gerador de emprego e renda, o que é notável diante da hipertrofia dos mercados de ativos financeiros. Isso significa não apenas caminhos diferentes para a acumulação, como também reflete a mudança de horizonte temporal. As estratégias de investimento com retorno a longo prazo, paulatinamente, dão lugar à busca por rendimentos financeiros de curto prazo. Assim, Chesnais (2002:2) afirma que “mesmo sendo possível identificar novos circuitos e processos cumulativos exibindo traços sistêmicos”, igualmente estão postas instabilidades e crises.

Outrossim, como os processos se desenvolvem no cenário da mundialização do capital, a concentração de capital reforçou as assimetrias e hierarquia entre países, já que não englobam o conjunto da economia mundial em uma totalidade sistêmica (CHESNAIS, 2003). No lugar de destaque encontram-se os Estados Unidos, seu poderio bélico, sua prerrogativa de emitir a moeda mundial e sua profunda aplicação do regime de acumulação financeirizado.

Ainda sob o escopo da escola francesa regulacionista, Serfati (1996: 192) afirma que a mundialização financeira elevou sobremaneira o grau de liquidez e mobilidade dos recursos centralizados nas grandes empresas transnacionais, impulsionando seus departamentos financeiros como resultado das mudanças na estratégia de valorização do capital verificadas a partir de meados dos anos 1970. Tais estratégias aproximam as grandes empresas a grupos financeiros. As decisões de investimento na produção, diante das incertezas econômicas, “encontram-se cada vez mais encerradas na rede de limitações e oportunidades criadas pelas *finanças globais*”. Ou seja, a financeirização não parte apenas das instituições bancárias e financeiras, não é externa à grande empresa, mas também é por esta fomentada.

Guttman (2008) e Lazonick e O’Sullivan (2000) também apontam para um novo regime de acumulação dominado pelas finanças, incluindo no debate as consequências da lógica da maximização aos acionistas como parâmetro para as práticas de governança das grandes empresas, a qual teve como berço as corporações estadunidenses. A maximização do valor ao acionista é uma peça importante para o entendimento da financeirização no plano da empresa, para a compreensão de como se manifesta o entrelaçamento entre a dimensão financeira e produtiva, e de que modo a primeira guia a segunda. O crescimento vertiginoso dos investidores institucionais, possível com o surgimento de diversos tipos de fundos (fundos de pensão, fundos mútuos e, mais recentemente, fundos *hedge*) e inovações financeiras de toda ordem, colocou-os como os principais interessados nos resultados das empresas.

Guiadas por uma razão curto-prazista, que adota rendimentos por ação como indicador de desempenho (e sob ameaça de *takeover* hostil), as diretorias dos grandes conglomerados colocam em segundo plano as atividades que representam investimentos com retorno a longo prazo e a possibilidade de crescimento robusto. No lugar, por exemplo, da ampliação de plantas produtivas e renovação de equipamentos, efetua-se fusões e aquisições em várias partes do mundo. Descentraliza-se a produção e centralizam-se capitais e decisões em torno da busca pela valorização no curto prazo.

Desse modo, a riqueza concentra-se, já que os lucros fluem cada vez mais para o pagamento de dividendos para os acionistas, bônus elevados para os diretores que tenham atingido o objetivo de maximização do valor ao acionista de forma satisfatória e juros, taxa e comissões para os credores. A parte dos lucros industriais reinvestida é cada vez menor, colocando um cenário de estagnação e cortes da fração de rendimentos destinada aos salários. Para Guttman (2008), essa é a tendência geral dos países mais industrializados, com destaque para os Estados Unidos, berço teórico e prático do *shareholdervalue*.

Os EUA figuram como campo de observação fundamental para o entendimento de como a financeirização se processa e quais são as suas consequências. Os autores acima apresentados, com divergências e concordâncias, têm, neste país, o ponto comum de observação. Dos EUA, parte o

processo de financeirização de empresas não-financeiras e, nesse país, tem-se o mais profundo entrelaçamento entre o padrão sistêmico de riqueza em questão e o *corporate governance* dos acionistas institucionais. Nas próximas seções serão observadas as consequências dessa relação, sobretudo para as relações de trabalho e a distribuição de renda norte-americanas.

### **3. Financeirização de empresas não-financeiras**

Teóricos da escola da regulação e outros economistas heterodoxos, identificando o advento de um novo tipo de capitalismo a partir dos anos 1970, apresentam diferentes interpretações para caracterizar esse período, que pode ser entendido como um regime de acumulação com predominância financeira (CHESNAIS, 2002) ou ainda padrão sistêmico de riqueza financeirizada (BRAGA, 2000). De qualquer forma, em sua ampla acepção, a financeirização pode ser sintetizada como o aumento do papel dos motivos financeiros, dos mercados financeiros, dos atores financeiros e das instituições financeiras nas operações das economias nacionais e internacionais.

Com o processo de mundialização financeira, grandes empresas, que até então concentravam suas atividades no setor produtivo, passaram a incorporar cada vez mais às suas estratégias as atividades financeiras, comprando e vendendo os mais variados tipos de papéis e títulos disponíveis nos mercados financeiros globais, diversificando assim seu portfólio de investimentos. Nesse cenário, passou a prevalecer o aumento da importância dos ativos financeiros em relação aos ativos reais, a superioridade da taxa de crescimento da riqueza financeira e a expressiva participação dos lucros financeiros nos lucros totais das corporações. Dessa forma, ganhos com arbitragens, especulação imobiliária e rendimentos financeiros dos ativos passaram a estar cada vez mais presentes nas receitas das corporações, sobretudo as norte-americanas, que encontraram nessas formas fictícias uma possibilidade de valorização mais cômoda, rápida e rentável em relação aos investimentos produtivos (CHESNAIS, 1996).

Como aponta Guttman (2008), no plano da empresa, a financeirização diz respeito, sobretudo, à dominação, a partir da década de 1980, da lógica da *maximização do valor ao acionista* na gestão e nos objetivos corporativos, como resultado direto da pressão de diversos investidores institucionais (como fundos de pensão, fundos mútuos, *hedge funds* e fundos soberanos). A ascensão e o crescente poder dos investidores institucionais, que se tornaram poderosos acionistas, garantiram-lhes o poder de impor essa lógica financeira à governança corporativa, de modo que os rendimentos acionários da corporação se tornaram um indicador de desempenho e um objetivo a ser perseguido. Compelidos a essa nova lógica de valorização, a administração empresarial passou a priorizar os resultados de curto prazo da valorização financeira em detrimento das atividades de longo prazo, como aquelas ligadas ao processo produtivo.

É importante frisar, contudo, que a penetração da dimensão financeira nas estratégias das empresas não significa que elas tenham abandonado a dimensão produtiva como atividade e fonte de lucro, mas que ambas se articulam e se alimentam, de modo a ampliar a soma de recursos e a capacidade de liquidez da corporação, inclusive para realizar operações financeiras mais arriscadas nos mercados globais. Porém, manifesta-se crescente e recorrente defasagem entre os valores dos ativos financeiros e dos ativos reais, provocando grandes instabilidades (BRAGA, 1996). Diversos estudiosos vêm apontando a progressiva importância das atividades financeiras sobre as produtivas, argumentando, inclusive, que essas empresas transnacionais atuam fundamentalmente como centros financeiros com atividades industriais, dominadas pela lógica da maximização do valor ao acionista (LAZONICK, 2011).

Na visão de Serfati (2008), o meio pelo qual os acionistas (incluindo investidores institucionais) puderam se apropriar de crescentes rendimentos financeiros foi favorecido por uma nova forma de gestão introduzida à administração das empresas, denominada de governança corporativa. A governança corporativa surgiu em meados dos anos 1980, nos Estados Unidos, a partir da pressão do movimento de acionistas e investidores para tornar mais “eficiente” a direção executiva das empresas, visando criar regras e sistemas de monitoramento interno e externo que estivessem em consonância com os seus interesses. Na prática, a instauração da governança no interior das empresas buscou criar um conjunto de mecanismos e incentivos de monitoramento para que o comportamento dos executivos (administradores) da empresa estivesse alinhado à lógica da *maximização do valor ao acionista* – que se tornou o objetivo fundamental da gestão empresarial.

Introduzida nas grandes corporações americanas na década de 1980, o princípio da maximização do valor ao acionista fundamenta-se na teoria da agência, bastante difundida na década de 1970, segundo a qual a administração da empresa deve submeter-se e orientar-se aos interesses dos acionistas, particularmente no que diz respeito à prioridade conferida à valorização de seus ativos financeiros (LAZONICK e O’SULLIVAN, 2000).

Friedman (1970), já nos anos 1970, também defendia a necessidade de a empresa criar valor ao acionista alternativamente às demais partes interessadas (*stakeholders*), já que eles haviam creditado seu capital nas mãos dos administradores. Nesse sentido, o alinhamento de interesses deveria ser no sentido de gerar valor acionário.

Buscando otimizar a organização das sociedades anônimas, a teoria da agência emerge com a justificativa de lidar com a questão da separação entre propriedade e controle (administração) da firma. De acordo com seus teóricos, a generalização do modelo das sociedades por ações levou a uma nova divisão das funções entre proprietários e administradores, acarretando em uma situação de “proprietários sem um controle considerável” e “detentores de controle (administradores) sem propriedade apreciável”. Para lidar com essa separação de funções, a teoria da agência defende

supremacia dos acionistas (proprietários), ou seja, daqueles que desejam o retorno sobre seu capital investido, sobre a dos agentes (administradores), que devem ser responsáveis pela tomada de decisões que maximize, sobretudo, os lucros dos acionistas, devendo assim prevalecer o alinhamento de interesse entre os dois atores.

No contexto específico da crise dos anos 1970, em que as empresas norte-americanas se viam diante de uma queda em seus lucros, a comunidade financeira, amparada na teoria de agência, passou a argumentar que os gerentes estavam fazendo mau uso dos ativos, do ponto de vista da eficiência alocativa, não dando atenção suficiente aos interesses dos acionistas. Em resposta à crise, a abordagem defendia que os gerentes se empenhassem em elevar os ativos financeiros da empresa (garantindo maior lucratividade aos *shareholders*), ainda que fosse ao custo dos demais *stakeholders*, como empregados e fornecedores.

A maximização do valor do acionista pressupõe a adequação às medidas financeiras sobre o balanço da empresa, como forma de satisfazer os interesses dos investidores institucionais e analistas financeiros. Entre as estratégias adotadas pelas corporações encontravam-se a reorganização financeira via fusões, endividamento e manobras financeiras (como recompra de ações), além da própria reorganização produtiva, envolvendo corte de custos, sobretudo da força de trabalho.

Outro princípio pregado pela teoria da agência diz respeito à necessidade de que o fluxo de caixa livre das empresas (isto é, o saldo de caixa que está livre para a companhia após pagamento de seus obrigatórios) seja prioritariamente distribuído aos acionistas via *pay-out*, que representa a taxa de distribuição do lucro da empresa para os acionistas sobre o capital próprio. Assim, quando houver fluxo de caixa livre na companhia, a prioridade na definição de sua melhor forma de alocação e utilização deve ser concedida aos acionistas em detrimento dos gerentes (administradores). Os gerentes que não liberam o fluxo de caixa aos acionistas, segundo a teoria, estariam contribuindo para a queda do preço das ações da empresa no mercado e dificultando a geração de valor aos *shareholders*.

Fica claro, portanto, que a preocupação dos teóricos da agência se concentra em alinhar os interesses da administração (exercida pelos gerentes da alta cúpula) e os acionistas (proprietários). Essa consonância de interesses pode ser alcançada por meio de incentivos contratuais com vistas à cooperação entre as duas partes, incluindo compensações monetárias aos administradores, sobretudo os altos executivos, como *stock options* e distribuição das parcelas de propriedade, além dos elevados salários e bonificações por desempenho.

Como pontua Plihon (2005: 145), o uso de *stock options* permite aos gerentes comprarem ações de sua própria empresa a um preço frequentemente inferior à cotação da ação no momento da assinatura do contrato. Dessa forma, com a posse de *stock options* e a conseqüente indexação de sua remuneração ao desempenho da empresa, os gerentes possuem mais um incentivo para buscar

estratégias de maximização do valor do acionista, de modo a realizar investimentos que sejam compatíveis com o princípio do fluxo de caixa livre e da geração de valor *shareholders*.

Outro mecanismo que reforça o alinhamento entre acionistas e executivos é a recompra de ações, que se tornou prática recorrente entre as corporações na década de 1980. Para Lazonick (2008), os gerentes defendiam que, via recompra de ações da própria empresa, principalmente no momento em que seus preços se encontravam baixos, eles estariam sinalizando aos mercados a confiança no aumento de longo prazo de seus preços. A reação do mercado de ações ao anúncio de uma recompra de ações é, em geral, bastante favorável, influenciando positivamente em seus preços e agradando, portanto, aos acionistas.

Os investidores institucionais se tornaram acionistas dominantes nas grandes corporações norte-americanas, sendo capazes de intervir decisivamente sobre a gestão das empresas nas quais possuem participações acionárias, alcançando assim a posição de atores centrais na nova configuração do capitalismo que se desenhou a partir dos anos 1980. O poder de influência e pressão desses investidores sobre as corporações acabou por modificar a própria distribuição de renda no interior das empresas entre salários, lucros e rendas financeiras, bem como a própria repartição entre investimento e juros e dividendos.

O modelo de maximização do valor ao acionista impõe uma lógica específica de responsabilidade corporativa e de boa prática gerencial segundo a qual uma firma bem administrada deve ser capaz de elevar o preço das ações, isto é, criar valor aos *shareholders*. Esse princípio passa a ser o centro das estratégias empresariais, dos critérios de seleção dos investimentos e de avaliação do desempenho da empresa.

Borsari (2018: 83-84) relata a importância dada pela corporação norte-americana *GeneralMotors* (GM) à geração do valor acionário. A constatação é de que os resultados financeiros da empresa são sistematicamente divulgados a partir da ênfase no retorno de capital aos acionistas e no ganho de ações, visando com isso mostrar ao mercado financeiro (acionistas ou potenciais acionistas) a solidez da empresa em gerar valor acionário. Em documentos oficiais, a GM afirma que suas operações no exterior, em consonância com sua estratégia de foco em atividades de maior retorno, permite a maior geração do valor ao acionista, de modo que temas como venda de veículos e investimentos em tecnologia tornam-se secundários em seu discurso.

Um dos instrumentos utilizados para avaliar se a empresa está efetivamente criando valor para o acionista é o Valor Econômico Adicionado (VEA)<sup>5</sup>, que possibilita aos gestores tomar conhecimento das causas da criação ou destruição de valor e assim indicar alternativas para aprimorá-lo. Uma vez identificada a necessidade de seguir os interesses dos acionistas, o VEA tende a disciplinar os administradores, forçando-os a gerar valor aos acionistas (proprietários). A forma

---

<sup>5</sup> Do inglês, EconomicValueAdded (EVA).

mais comumente utilizada para adicionar valor à empresa está associada aos processos de fusão e aquisição em detrimento dos investimentos, à especialização nas atividades de *core business*, à recompra de ações, à terceirização de serviços, à redução da mão de obra (sobretudo, a sindicalizada) e ao aumento da utilização de tecnologias da informação e comunicação.

Como mostram Aglietta e Rebérioux (2005), no que toca esse último aspecto, a implementação do modelo de governança corporativa e a exuberância do mercado financeiro estão em total sintonia com a difusão das tecnologias de informação e comunicação (TICs) a partir da década de 1980. O desenvolvimento das TICs, advindo com a Terceira Revolução Industrial, contribuiu para a expansão desses mercados financeiros e de seus atores, na medida em que possibilitou maior flexibilização de alocação do capital mediante seus avanços na capacidade de armazenamento, tratamento e transmissão de volume de dados. Nesse sentido, em função da revolução técnica possibilitada pelo desenvolvimento das TICs, as instituições e os modernos mercados financeiros puderam realizar as variadas operações de arbitragem em tempo real e em diversas praças financeiras globais com seu avançado arsenal de instrumentos e critérios de monitoramento de ativos (RAIMUNDO e FRACALANZA, 2010:61-62).

Por outro lado, a implementação de uma governança corporativa pró-acionista influenciou a própria trajetória das TICs, modelando-a aos seus interesses, por meio do desenvolvimento de novas tecnologias que contribuíssem para a melhora na administração de unidades produtivas mais complexas e a centralização de diversas unidades econômicas. Além disso, a revolução tecnológica permitiu a criação e cotação de um *mix* de transações complexas, por sua vez, controlada pela matriz da corporação (MIRANDA, 2010:78-79).

#### **4. Os efeitos da financeirização de empresas não-financeiras na concentração de renda**

Segundo Braga (2000), no novo padrão de riqueza dominado pelas finanças, existem dois processos de valorização de riqueza, que podem se combinar: o processo renda, basicamente formado por salários e lucros no processo produtivo; e o processo de capitalização financeira, composto por juros, dividendos e rendimentos das diferentes operações com ativos financeiros, constituindo-se este o “estrato superior” da riqueza sobre os quais vêm se apoiando cada vez mais os grandes grupos empresariais.

Dessa forma, desde os anos 1980, ganhos com arbitragens, especulação imobiliária e rendimentos financeiros dos ativos passaram a estar cada vez mais presentes nas receitas das corporações, sobretudo as norte-americanas, que encontraram nessas formas fictícias do capital uma possibilidade de valorização mais cômoda, rápida e rentável em relação aos investimentos produtivos.

As operações de tesouraria das grandes corporações e a patente superioridade das proporções dos resultados financeiros em relação aos operacionais expressam uma grande



transformação na estruturação de formação de renda dessas companhias, invertendo a lógica do período fordista e da repressão financeira, quando a administração empresarial era orientada à valorização do capital na esfera da produção. A dominação dos interesses dos acionistas, ao privilegiar a lucratividade via valorização acionária de seus ativos, contribuiu para a diminuição das inversões na produção. Pelo fato de o investimento produtivo envolver dispêndio com custos e maior prazo de retorno de lucros, as aplicações de portfólio tornam-se uma opção muito mais atrativa, dados os menores custos e maior grau de liquidez e rentabilidade de seus ativos (com juros, dividendos e ganhos de capital)<sup>6</sup> (GUTTMANN, 2008).

A nova forma de gestão empresarial voltada à maximização do valor ao acionista não poderia acontecer sem o alinhamento de interesses entre *shareholders* e altos executivos, responsáveis pela administração da corporação. López-Ruiz (2007:45) afirmam que a função dos executivos, mais do que meramente gerir a administração empresarial, tornou-se agregar valor de mercado à corporação. Para isso, foi necessário introduzir um novo mecanismo na gestão empresarial que permitisse maior convergência entre os interesses dos executivos e dos acionistas (proprietários): a remuneração variável. Assim, além dos altos salários pagos a esses profissionais de alto escalão, foram incentivados pela administração empresarial bônus, comissões, prêmios e até ofertas de ações (por exemplo, *stock options*) como forma de estimulá-los a pensar como sócios da empresa (*stakeholders*) e partes interessadas no bom desempenho da mesma.

Com a responsabilidade de alavancar o valor de mercado das ações da empresa a partir dos anos 1970, os altos executivos passaram a ser muito mais remunerados que os demais empregados. No final da década de 1990, os salários desses profissionais, somados aos demais benefícios, chegou a patamares extremamente elevados, a ponto de serem, em média, 419 vezes maiores que os dos trabalhadores do chão-de-fábrica, enquanto nos anos 1960 essa diferença era de apenas 44 vezes (LAZONICK e O'SULLIVAN, 2000: 25). Atualmente essa diferença encontra-se um pouco menor: 373 para 1, de acordo com dados da AFL-CIO, porém revela ainda um enorme abismo entre a remuneração dos super-executivos e dos trabalhadores ligados à produção.

Piketty (2014: 324) aponta que essas remunerações são fixadas pela própria hierarquia superior da corporação, os denominados comitês de remuneração, da qual executivos de alto escalão fazem parte, significando, na prática, que os próprios profissionais bem remunerados acabam definindo seus próprios salários. Muitas vezes, as assembleias gerais de acionistas incentivam os elevados salários no topo da hierarquia a partir do argumento de que os profissionais altamente remunerados o merecem pelo esforço e papel desempenhado.

Desse modo, os super-executivos juntam-se aos superfinancistas em termos de renda, sendo que muitos se encontram no 1% mais rico do mundo. O centésimo superior da hierarquia social

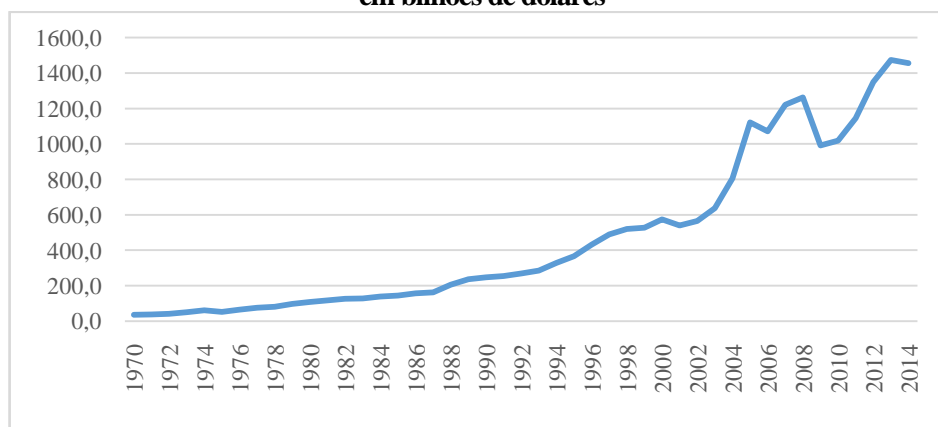
---

<sup>6</sup> Outra alternativa pouco onerosa que as empresas encontraram, sobretudo a partir da década de 1970, foi comprar a capacidade de produção já existente no mercado via fusões e aquisições.

corresponde a indivíduos cuja renda média anual estaria em torno de 352 mil dólares por ano, ou seja, o equivalente a uma renda mensal de aproximadamente 30 mil dólares. Nesse caso, não se trata somente indivíduos receptores de elevadas rendas advindas com ganhos de capital (ou seja, grandes acionistas), mas também de administradores do topo da hierarquia empresarial recebendo altíssimas rendas advindas do trabalho (salários). Esses multimilionários e bilionários, conforme estudos da Oxfam (2014), representariam apenas 0,001% da população mundial.

Os *shareholders* beneficiam-se diretamente da gestão empresarial voltada à maximização do valor ao acionista, visto que, assim como os altos executivos, sua remuneração vem crescendo acentuadamente nos Estados Unidos desde a década de 1980, sob a forma de dividendos. De acordo com dados do Banco Central norte-americano, houve aumento substancial dos dividendos pagos aos acionistas: de cerca de 35 bilhões de dólares em 1970 passou para 1,455 trilhão em 2014, conforme figura 1.

**Figura 1: Evolução do Pagamento de Dividendos aos Acionistas nos EUA (1970-2014) em bilhões de dólares**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FEDERAL RESERVE ECONOMICS DATA (FRED), 2015.

Kathiwada (2010) revela que, em relação à participação dos dividendos sobre os lucros totais nos Estados Unidos, houve elevação substancial nas últimas décadas, dado que essa porcentagem era de aproximadamente 22,8%, no período entre 1946-1979, passando para 46,3% entre 1980-2008, o que mostra a crescente importância dos rendimentos advindos da valorização dos ativos financeiros das corporações, apropriados pelos acionistas (KATHIWADA, 2010:7).

É possível inferir, dessa forma, que o processo de financeirização, particularmente no que diz respeito à penetração da lógica da maximização do valor ao acionista à gestão empresarial, teve forte impacto sobre a estrutura de renda do país, aprofundando assim a concentração de renda. Isso se explica porque a crescente participação de lucros financeiros nos lucros totais das companhias buscam atender fundamentalmente aos interesses do topo da hierarquia social, ou seja, dos acionistas (sob a forma de dividendos) e dos executivos de alto escalão, cuja remuneração (tanto salários

quanto *stock options* e bônus por desempenho) passa a depender basicamente da eficiência da valorização acionária que eles são capazes de gerar.

Ademais, como evidencia Sauviat (2005), as TICs acabaram contribuindo para a redução de plantas produtivas, a utilização de terceirizações, a descentralização da produção e o próprio desempenho, na medida em que o uso mais intensivo de tecnologias é poupador de mão-de-obra. O progresso técnico não é neutro e, posto junto à submissão da produção aos princípios da liquidez financeira, sistematiza uma nova configuração da “relação salarial” (CHESNAIS, 2002). Nos EUA, a mão de obra sindicalizada, que detinha relativa segurança de emprego, passou a sofrer com a erosão de sua estabilidade e redução do poder de negociação dos sindicatos, tendo que se sujeitar a empregos em tempo parcial e/ou temporário. Segundo Chesnais, “o regime de acumulação financeirizado é marcado por um posicionamento estruturalmente antagônico do capital em relação ao trabalho” (2002:25).

Mais especificamente sobre esse ponto, Braga (1997), partindo de Marx, aponta que a acumulação de capital apresenta tendência inexorável à redundância do trabalho vivo. É da natureza do capital buscar afastar-se de sua origem, qual seja o trabalho humano abstrato, e faz isso com incrível capacidade de criar novas formas de valorizar-se. Os capitalistas buscam a máxima valorização de seu capital por meio de investimento em inovações tecnológicas que possibilitem a redução da fração do trabalho humano no processo. Sob a financeirização, o dinheiro tende, cada vez mais, a fazer o caminho das finanças e menos o da produção (embora nunca o deixe de fazer), realizando seu objetivo de valorizar-se a si mesmo ao mesmo tempo em que coloca a sua contradição – negar suas próprias bases, o trabalho –, de forma exacerbada, a partir do que este movimento ganha “relativa permanência histórica, concreta, sustentada num engajamento complexo entre Estado e mercado” (BRAGA, 2000).

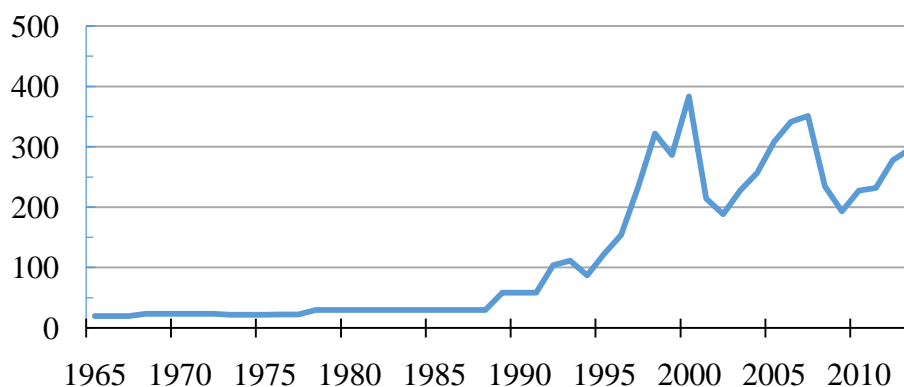
Raimundo e Fracalanza (2010) investigam o desenvolvimento das novas TICs e sua implementação a partir da perspectiva da financeirização. Os autores apontam a contradição gerada por esse processo em que os recursos acumulados pelos próprios trabalhadores, concentrados nos fundos de pensão, constrói paradoxalmente a situação de precarização das condições de trabalho e vulnerabiliza as bases do movimento de classe dos próprios trabalhadores. Isso porque são os próprios fundos de pensão e outros investidores institucionais que impõem a lógica de maximização do valor ao acionista às empresas.

A revolução das TICs, fundamental para a dispersão geográfica da produção, impulsiona a flexibilização das relações interfirmas e a flexibilização da alocação e valorização do capital, permitindo a diversificação das operações de tesouraria das grandes empresas e a desproporção entre os resultados financeiros e os resultados operacionais. Nesse sentido, percebe-se que a combinação governança corporativa pró-acionista e utilização de TICs alterou radicalmente a relação capital-

trabalho dentro das empresas, provocando mudanças não apenas no que diz respeito à gestão do trabalho, como também à própria estrutura de renda em relação ao que existia no modelo fordista tradicional.

Sobre esse último ponto, Favereau (2016), desenvolveu um estudo sobre o impacto da financeirização sobre as relações de trabalho, tendo os EUA como um dos países observados. O autor chama atenção para a crescente divergência entre as remunerações dos diretores (designados pela sigla CEO - Chief Executive Officer) das 350 maiores firmas norte-americanas e os trabalhadores, que pode ser observada no figura 2. A combinação de elevados salários com os ganhos de *stock options* entre os altos executivos responsáveis pela administração contribuiu para gerar uma estrutura de renda assimétrica no interior da corporação, haja vista a diferença da remuneração paga aos trabalhadores dos estratos médio e baixo.

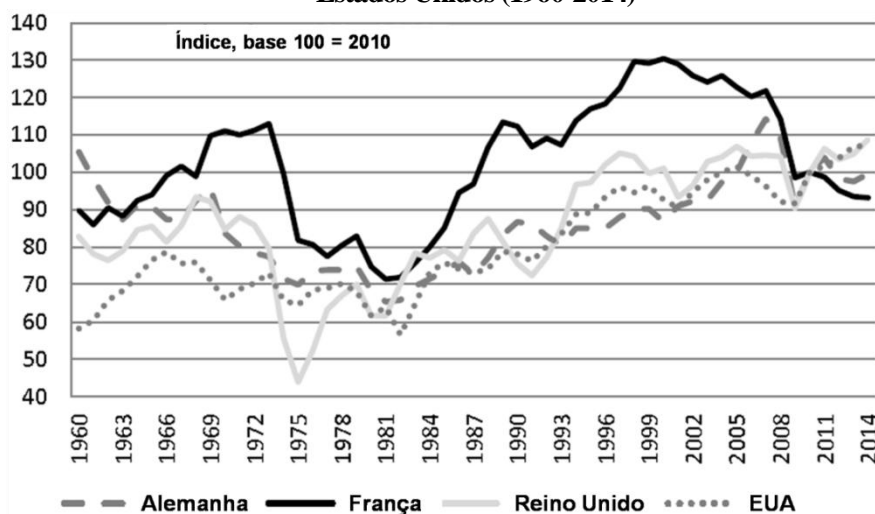
**Figura 2: Razão de remuneração CEO-trabalhador (1965-2013)**



Fonte: Favereau (2016)

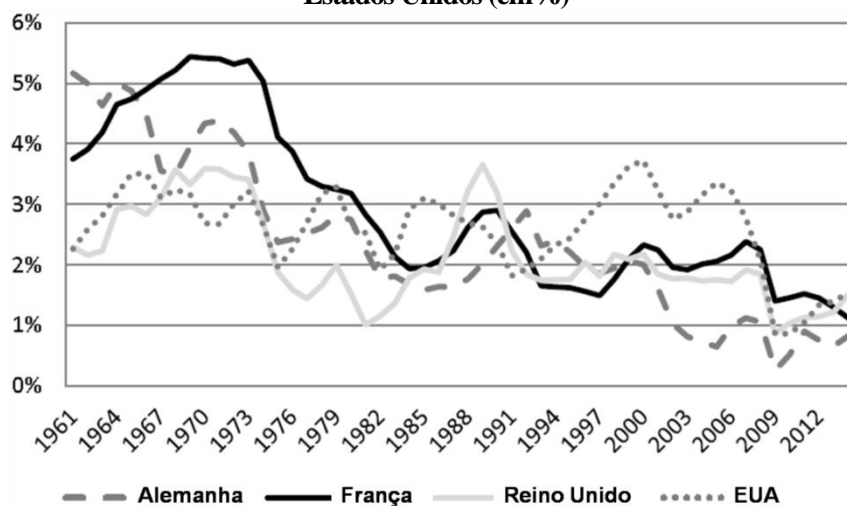
Favereau (2016) chama atenção para o que ele denomina de “grande paradoxo da financeirização”: as taxas de lucro tendem a crescer (lucro líquido por estoque de capital fixo) enquanto a taxa de acumulação (taxa de crescimento do capital líquido) tende a diminuir nas grandes empresas que operam sob o escopo da financeirização. A evolução dessas taxas pode ser observada nas figuras 3 e 4 para França, Alemanha, Reino Unido e Estados Unidos, demonstrando a crescente importância das atividades financeiras vis-à-vis as atividades produtivas. Como consequência do poder crescente do sistema financeiro, bem como da mudança de escala dos negócios financeiros em relação àqueles diretamente vinculados à economia real, tem-se uma profunda modificação na estrutura da distribuição de renda no interior das corporações.

**Figura 3: Evolução da taxa de lucro na França, Alemanha, Reino Unido e Estados Unidos (1960-2014)**



Fonte: Favereau (2016)

**Figura 4: Evolução da taxa de acumulação na França, Alemanha, Reino Unido e Estados Unidos (em%)**



Fonte: Favereau (2016)

Favereau busca explicar essa diferença entre as remunerações dos altos executivos e a dos demais trabalhadores a partir da indicação de possíveis mecanismos de transmissão da financeirização para as relações de trabalho em empresas não-financeiras. Esses mecanismos podem ser intelectuais, institucionais/organizacionais, micro e macroeconômicos.

Tais mecanismos acarretam na perda da independência dos gerentes e diretores em relação às finanças, pois o novo modelo normativo diz que um bom administrador é aquele que, independente do setor de atuação, cria valor primeiramente para os acionistas, os quais são vistos como a parte que requer maiores cuidados. Em contrapartida, os riscos passam a pesar sobre os trabalhadores assalariados diante da flexibilização e precarização de seus postos, o que se relaciona também com a menor importância dada pelos Estados às políticas de pleno emprego, a dispersão

geográfica das diferentes etapas da produção e a redução da influência dos sindicatos, gerando a perda do papel central do trabalho no âmbito econômico, político e cultural.

Fligstein e Shin (2003) apontam que a financeirização tende a promover um mercado de trabalho polarizado. De um lado, haveria uma crescente massa trabalhadores afetada pelo aumento generalizado da insegurança e intensidade do trabalho, ganhando baixos salários; e, de outro lado, uma parcela de empregados escolarizados e com maior grau de capacitação (como gerentes e altos executivos), que desfrutam de alta remuneração.

Lazonick (2012) mostra que um dos principais mecanismos que contribui para a desigualdade de renda entre os trabalhadores no capitalismo financerizado é a remuneração variável recebida pelos executivos de alto escalão por meio de *stock options*. Na tabela 1, é possível visualizar a importância deste tipo de ativo financeiro na remuneração dos executivos nas corporações norte-americanas.

**Tabela 1: Remuneração total média dos executivos mais bem pagos de corporações norte-americanas e proporção de *stock option* (1992-2010)**

Ano	Top 100		Top 500		Top 1500	
	Média (USD, mi)	% Stock options	Média (USD, mi)	% Stock options	Média (USD, mi)	% Stock options
1992	23,1	71	9,3	59	4,7	48
1993	21,1	63	9,1	51	4,8	42
1994	18,5	57	8,1	45	4,4	35
1995	21	59	9,7	48	5,3	40
1996	32,4	64	13,9	54	7,2	47
1997	44,2	72	18,6	61	9,5	55
1998	76	66	26,7	64	12,5	58
1999	68,9	82	27,4	71	13,2	63
2000	104	87	40,5	80	18,7	72
2001	62,9	77	23,9	66	11,5	58
2002	38,1	57	17,1	49	8,8	43
2003	48,7	64	21,2	55	10,8	48
2004	55,4	75	25	62	12,9	55
2005	67,5	78	28,7	63	14,5	56
2006	68,9	69	29,6	59	15,4	52
2007	69,3	73	30,2	60	15,8	52
2008	47,5	58	20,7	55	10,9	45
2009	30,4	52	14,8	37	8,3	28
2010	35,9	49	18,3	40	10,4	32

Fonte: Adaptado de Lazonick (2012) *apud* Borsari (2018).

Borsari (2018), a partir da leitura de Lazonick (2012), constata que não é apenas a exorbitante remuneração dos altos executivos – atrelada à valorização dos ativos nos mercados ações – que se torna patente. Mas também que tal remuneração está diretamente ligada às oscilações da avaliação do mercado financeiro quanto ao desempenho da empresa, mostrando o quanto as corporações e, conseqüentemente, os executivos se encontram dependentes das avaliações dos mercados financeiros. Isso reforça a importância da teoria da agência e do alinhamento de interesse entre administradores e acionistas na gestão da corporação atual.

A desproporção entre a remuneração dos altos executivos e o salário dos trabalhadores das faixas média e baixa é crescente, o que demonstra que, a financeirização como padrão sistêmico de

valorização da riqueza levou desde a alteração na distribuição de renda no interior das empresas à ampliação da desigualdade de renda entre, de um lado, acionista e altos executivos, e, de outro, os demais trabalhadores.

Por outro lado, retomando os argumentos de Braga, se o dinheiro tende cada vez mais a fazer o caminho das finanças e menos o da produção no padrão capitalista financeirizado, isso não significa que deixa de fazê-lo. Os investimentos em inovações em produtos e processos e os laboratórios de P&D seguem vultosos, sobretudo no sentido de novas tecnologias poupadoras de mão de obra, o que acrescenta mais um elemento de deterioração das condições do trabalho assalariado.

## **Conclusão**

O artigo buscou evidenciar como a introdução da lógica da maximização do valor ao acionista à gestão da corporação capitalista a partir da década de 1980 alterou profundamente a estrutura de renda no interior das grandes corporações. Ao priorizar a valorização do capital na dimensão financeira, mediante práticas de tesouraria, como compra e venda dos mais variados tipos de ativos no mercado financeiro mundial, a grande empresa orientou-se cada vez menos pela lógica de “reter e reinvestir” (associada ao regime de acumulação fordista), na qual o investimento estava voltado à geração de lucros na produção e a partir dos quais se formavam os salários, para uma lógica centrada na geração de lucros aos acionistas sob a forma de juros e dividendos.

No contexto da supremacia das finanças e da ascensão dos investidores institucionais, a teoria da agência, com o objetivo de lidar com a questão da separação entre propriedade e controle dentro da grande empresa, defendeu a criação de mecanismos que visassem alinhar os interesses entre proprietários (*shareholders*) e gerentes, responsável pela administração empresarial. Assim a governança corporativa procurou fixar estruturas e incentivos ao seu sistema de controle de gestão que pudessem direcionar o comportamento dos administradores aos objetivos estipulados pelos acionistas.

Com a finalidade de assegurar a maximização do valor ao acionista, foi necessário adotar mecanismos que permitissem alinhar os interesses entre administradores e proprietários. Entre eles, destaca-se a introdução da remuneração variável aos altos executivos, que além dos altos salários, passaram a receber bônus, comissões e ações da própria empresa (*stock options*). Desde a década de 1980, a remuneração desses profissionais de alto escalão tem se mostrado muito acima em relação aos demais trabalhadores da empresa, a ponto de muitos deles, integrarem o grupo do 1% mais rico do mundo, conforme apontado por Piketty. Junto a eles, encontram-se os acionistas, cujas rendas dispararam durante os últimos trinta anos em função do crescimento do pagamento de dividendos, favorecido pelo processo de financeirização da economia.

Certamente, a lógica da maximização do valor que passou a orientar a gestão da grande corporação capitalista é um elemento que contribui para essa concentração de renda, na medida em



que beneficiam tanto os acionistas quanto os altos executivos: os primeiros por receberem sua remuneração sob a forma de dividendos, juros e ganhos de capital, e os segundos pelos ganhos com a valorização da posse de *stock options* e dos altos salários pagos pela própria hierarquia superior da corporação.

A combinação de elevados salários com os ganhos de *stock options* entre os altos executivos responsáveis pela direção das grandes corporações é um fator importante para explicar estrutura de renda assimétrica no interior da corporação, haja vista a diferença da remuneração paga aos trabalhadores dos estratos médio e baixo. Porém, a isso se somam a flexibilização produtiva, financeira e do trabalho, que se desenvolvem na esteira do processo de financeirização. Esse processo permite ao capital exacerbar-se na sua busca por valorizar-se a si mesmo, abrindo caminho para suas contradições, sendo a concentração de renda aqui analisada, uma manifestação dessa tendência.

## Referências bibliográficas

- AGLIETTA, Michel. *Le capitalism de demain*. Paris : Fondation-Simon, 1998.
- AGLIETTA, Michel; REBÉRIOUX, Antoine. *Corporate Governance Adrift. A Critique of Shareholder Value*. Cheltenham, UK : Edward Elgar Publishing, 2005.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga. Capital financeiro e desigualdade. *Le Monde Diplomatique*. São Paulo, nº 65, dez., 2012. Disponível em: <<http://www.diplomatique.org.br/artigo.php?id=1314>> Último acesso em: 15/03/2017.
- \_\_\_\_\_. *O capital e suas metamorfoses*. São Paulo: Editora Unesp, 2013.
- \_\_\_\_\_. A internacionalização recente do regime do capital. *CESIT, Carta Social e do Trabalho*, nº 27, jul./set., 2014.
- BORSARI, Pietro. Impactos da financeirização sobre o trabalho: uma revisão bibliográfica. *Dissertação de mestrado*. Instituto de Economia, Unicamp, 2018.
- BOYER, Robert. "Is a financed growth regime a viable alternative to fordism? A preliminary analysis". *Economy and Society*, vol. 29, nº 1, pp. 111-45, 2000.
- BRAGA, José Carlos Souza. *Temporalidade da Riqueza: uma contribuição à Teoria da Dinâmica Capitalista*. Tese (Doutorado)-Instituto de Economia, Unicamp, Campinas, 1985.
- \_\_\_\_\_. A "financeirização" do capitalismo desenvolvido. *Folha de São Paulo*, Caderno Economia, p. B2. São Paulo, 22 de jul. de 1990.
- \_\_\_\_\_. A Financeirização da Riqueza: A Macroestrutura Financeira e a Nova Dinâmica dos Capitalismos Centrais. *Economia e Sociedade*. Campinas, v. 2, n. 1, p. 25-49, 1993.
- \_\_\_\_\_. Economia Política da Dinâmica Capitalista. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 26, n. Especial, p. 83-133, 1996.
- \_\_\_\_\_. Karl Marx: A Contemporaneidade de O Capital. In: CARNEIRO, Ricardo (org). *Os Clássicos da Economia*. São Paulo: Editora Ática, 1997 (a).
- \_\_\_\_\_. Financeirização Global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: TAVARES, Maria da Conceição; FIORI, José Luís (orgs.). *Poder e dinheiro*. Petrópolis: Editora Vozes, 1997 (b).
- \_\_\_\_\_. *Temporalidade da Riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo*. Campinas: IE – Unicamp, 2000.
- \_\_\_\_\_. *O irracional e o inteligível no capitalismo financeiro*. Campinas: Unicamp, 2008.
- BRAGA, José Carlos Souza; OLIVEIRA, Juliano Contento de; WOLF, Paulo José Whitaker; PALLUDETTO, Alex Wilhans; DEOS, Simone. Por uma Economia Política da Financeirização: Teoria e Evidências. In: *Anais do XXII Encontro Nacional de Economia Política*, 2017, Campinas. XXII Encontro Nacional de Economia Política, 2017.
- CHESNAIS, François. *A Mundialização do Capital*. São Paulo: Xamã, 1996.
- \_\_\_\_\_. A teoria do regime de acumulação financeirizado: conteúdo, alcance e interrogações. *Economia e Sociedade*. Campinas, v. 11, n. 1 (18), p. 1-44, 2002.
- \_\_\_\_\_. A "Nova Economia": Uma Conjuntura Própria À Potência Econômica Estadunidense. In: CHESNAIS, François; DUMÉNIL, Gerard; LÉVY, Dominique; WALLERSTEIN, Immanuel. *Uma nova fase do capitalismo?* (Seminário Marxista: questões contemporâneas). São Paulo: Xamã, 2003.



\_\_\_\_\_. O Capital Portador de Juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, François (org.). *A Finança Mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências*. São Paulo: Boitempo, 2005.

FAVEREAU, Olivier. *The impact of financialisation of the economy on enterprises and more specifically on labour relations*. Geneva: International Labour Organization, 2016.

FLIGSTEIN, Neil; SHIN, Taek. The shareholder value society: a review of the changes in working conditions and inequality in the U.S., 1976-2000. Berkeley: *IRLE Working Paper*, n. 88-03, 2003.

GUTTMANN, Robert. Uma Introdução ao Capitalismo Dirigido pelas Finanças. *Novos Estudos*. São Paulo, n. 82, 2008.

HARVEY, David. *Condição Pós-Moderna*. 25ª edição. São Paulo: Edições Loyola, 2014.

HILFERDING, Rudolf. *O Capital Financeiro*. São Paulo: Nova Cultura, 1985.

KATIWHADA, Sameer. “Did the financial sector profit at expense of the rest economy?” *Discussion Paper Series. International Labour Studies*. Geneve, Switzerland, 2010.

LAZONICK, William. “The Quest for Shareholder Value: Stock Repurchase in the US Economy”. *Récherches Économiques de Louvain – Louvain Économique Review*, n. 74, 2008.

\_\_\_\_\_. *From Innovation: How Shareholder Value Ideology is Destroying the US Economy*.

\_\_\_\_\_. The financialization of the US corporation: what has been lost, and how it can be regained. *Seattle UL Review*, v. 36, p. 857, 2012.

LAZONICK, William; O’SULLIVAN, Mary. “Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance”. *Economy and Society Review*. vol. 29, n.1, February 2000.

LÊNIN, Vladimir. *O imperialismo: fase superior do capitalismo*. São Paulo: Global, 1985.

LÓPEZ-RUIZ, Osvaldo. *Os executivos das transnacionais e o espírito do capitalismo*. Capital humano e empreendedorismo como valores sociais. Rio de Janeiro: Azougue Editorial, 2007.

MARX, Karl. *O Capital: crítica da economia política*. Livro 3. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2011.

MAZZUCHELLI, Frederico. *A contradição em processo – O capitalismo e suas crises*. São Paulo: Editora Brasiliense, 1985.

MINSKY, Hyman P. *Failed and Successful Capitalisms: Lessons From the Twentieth Century*. Hyman P. Minsky Archive, Paper n. 47, 1994.

MIRANDA, Tatiana Conceição de. *Governança corporativa numa perspectiva histórica: da firma gerencial às corporações financeiras*. Dissertação de mestrado. Unicamp. Campinas, SP, 2010.

OXFAM. *Working for Few. Political capture and economic inequality*. Oxfam International– Oxfam Briefing Paper. Disponível em: <<https://www.oxfam.org/en/research/workingfew>>. Último acesso em: 10/04/2017.

PIKETTY, Thomas. *O capital no século XXI*. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2014.

PLIHON, Dominique. “As grandes empresas fragilizadas pela finança”. In: CHESNAIS, François (org.). *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências*. São Paulo: Boitempo, 2005.

PORTER, Michael. *Competition in Global Industries*. Boston: Harvard Business School Press, 1986.

SAUVIAT, Catherine. Os fundos de pensão e os fundos mútuos: principais atores da finança mundializada e do novo poder acionário. In: CHESNAIS, François (org.). *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências*. São Paulo: Boitempo, 2005.

SERFATI, Claude. O papel activo dos grupos de dominante industrial na “financeirização” da economia. In: CHESNAIS, François (org.). *A Mundialização Financeira: gênese, custo e apostas*. Lisboa: Instituto Piaget, 1996.

\_\_\_\_\_. Financial dimensions of transnational corporations, global value chain and technological innovation. *Journal of Innovation Economics*, 2008/2, n. 2, p. 35 - 61.

RAIMUNDO, Lício da Costa; FRACALANZA, Paulo Sérgio. Transformações do Mundo do Trabalho: As Novas Tecnologias da Informação e Comunicação, Os Investidores Institucionais e o Ativismo Sindical Acionarial. *Revista ABET*, vol. IX, nº 1, 2010.