

1. Introdução;
2. A interpretação de Marx;
3. A obra de Berle & Means;
4. Hilferding e a teorização do capital financeiro;
5. Conclusão.

## *A separação entre propriedade acionária e controle administrativo – revisitando os clássicos*

Arthur Barrionuevo Filho  
Professor no Departamento de Planejamento e Análise Econômica  
Aplicados à Administração (PAE) da EAESP/FGV

### 1. INTRODUÇÃO

A controvérsia sobre as transformações do capitalismo oriundas do surgimento das grandes corporações e da dispersão acionária intensifica-se após 1930 – quando da publicação do estudo de A. Berle e G. Means<sup>1</sup> – e marca, no mesmo tempo, o surgimento da última grande tendência neste debate.

A discussão sobre o controle das modernas corporações desenvolveu-se ao longo de três linhas básicas que, de forma simplificada, podem ser enunciadas da seguinte maneira:

1. Nada mudou: famílias e grandes acionistas continuam no comando através de prepostos assalariados.
2. O crescimento e a diversificação dos bancos ocorreram de tal forma que modificaram sua relação com as empresas: agora, através de participações acionárias, os bancos controlam as grandes corporações.
3. A separação entre propriedade e gerência é completa e os administradores controlam as empresas.

Ora, a segunda postura deriva diretamente dos estudos de Hilferding<sup>2</sup> sobre o capitalismo na Alemanha no início deste século, enquanto a primeira e a terceira podem ser encontradas nas obras de Marx<sup>3</sup> escritas no século XIX. Faremos, por isso, uma revisão desses autores, buscando ressaltar os traços desenvolvidos por eles que, como se pode ver, compõem a base para as discussões posteriores.

### 2. A INTERPRETAÇÃO DE MARX

No que se refere a Marx, vamos nos limitar aqui a examinar sua posição mais acabada, em *O capital*, comentando, posteriormente, seus seguidores.

Para entender a análise de Marx sobre a distinção entre propriedade acionária e gestão, devemos ressaltar dois aspectos. O primeiro refere-se ao fato de que Marx escreveu sob o impacto do surgimento das sociedades anônimas na Inglaterra da segunda metade do século XIX: um período em que elas atingiam basicamente as ferrovias e não haviam ainda se espraído por todos os setores da economia, como nos EUA de hoje.

O segundo aspecto é que, para ele, a nível teórico, esta relação só tem sentido se examinada à luz da expansão do capital em suas diversas formas, quais sejam: industrial, mercantil (subdividido em comercial e financeiro), e produtor de juros.

O capital industrial compreende o ciclo total do capital,  $D - M... P... M' - D'$ , com as duas fases da circulação, compra de insumos ( $D - M$ ) e venda da mercadoria produzida ( $M' - D'$ ) e a fase de produção (...P...).

O capital mercantil é fruto da especialização de funções que estão contidas no capital industrial, com o intuito de gerar economias de escala.<sup>4</sup> O capital comercial é fruto

da especialização na área da circulação de mercadorias, e o capital financeiro diz respeito ao comércio de dinheiro. "O comércio de dinheiro na forma pura, que consideramos aqui, isto é, separado do crédito, só tem portanto que ver com a técnica relativa a um aspecto da circulação das mercadorias, a saber, com a circulação de dinheiro e com as diversas funções que daí derivam."<sup>5</sup> Como exemplo de funções do capital financeiro, são citados os cheques e letras, que diminuem a necessidade de dinheiro para efetuar o processo de circulação de mercadorias.

Por fim, o capital produtor de juros, onde o próprio capital vira mercadoria. Capital no sentido aqui utilizado é valor que se expande. "É dinheiro produzindo lucro, isto é, capacitando o capitalista a extrair dos trabalhadores determinada quantidade de trabalho não pago (...) e deles apropriar-se."<sup>6</sup> Portanto, quando o capital se torna mercadoria, a utilidade desta mercadoria é sua capacidade de produzir lucro. Ora, considerando-se o lucro potencial que determinado capital pode produzir, o pagamento pela cessão desta mercadoria é uma parte do lucro efetivamente realizado, que são os juros.

Marx chama a atenção também para a relação entre prestamista e prestatário, diferente daquela entre comprador e vendedor. "Emprestar e tomar emprestado, em vez de comprar e vender: essa diferença surge da natureza específica da mercadoria, o capital."<sup>7</sup> Pois, neste caso, "a soma de valor, o dinheiro, é cedida sem contraprestação equivalente e restituída após certo prazo. O prestamista continua sendo proprietário do mesmo valor, embora este passe de suas mãos para as do prestatário".<sup>8</sup>

Aqui, a mesma quantia é investida duas vezes; entretanto, ela só funciona como capital nas mãos do prestatário. A divisão do lucro obtido pelo emprego do capital é que permite à mesma quantia funcionar como capital para os dois, pois, considerado do ponto de vista da economia como um todo, houve apenas um movimento produtivo com geração de excedente econômico, mas que, dividido entre prestamista e prestatário, faz com que o mesmo dinheiro funcione como capital para ambos os agentes.

A diferença que se origina da divisão do lucro bruto, divisão quantitativa, torna-se divisão qualitativa. A parcela do prestamista torna-se juro, e a do prestatário, lucro de empresário. A repartição ocorre entre um capitalista financeiro, que só empresta o capital, e um capitalista produtivo que o investe. Portanto, é ao capitalista financeiro que "é pago o juro, que configura assim do lucro bruto a parte que cabe à sua propriedade do capital. Por outro lado, aparece a parte do lucro destinada ao capitalista ativo, o lucro de empresário, oriundo exclusivamente das operações ou funções que efetua com o capital no processo de reprodução, das funções específicas que exerce de empresário industrial ou comercial. O juro é, para ele mesmo, fruto da propriedade do capital em si, fora do respectivo processo de reprodução".<sup>9</sup>

Chegamos, portanto, à separação entre propriedade do capital, à qual corresponde o juro, e capital ativo, a que corresponde o lucro de empresário. É só desta maneira que se pode compreender, em Marx, a distinção entre controle e propriedade nas grandes empresas. Ou seja,

partindo da relação entre capital e trabalho assalariado, entender o controle como uma autonomização relativa do capital ativo em relação ao capital propriedade. Portanto, uma relação interna ao capital.

O passo seguinte, para situar na obra de Marx o tema estudado, é uma revisão sobre sociedades anônimas. Estas são analisadas quando Marx examina o papel do crédito na produção capitalista. Para ele, a sociedade anônima é forma jurídica do "capital social (capital de indivíduos diretamente associados) em oposição ao capital privado".<sup>10</sup>

Esta situação leva à "transformação do capitalista realmente ativo em mero dirigente, administrador do capital alheio, e dos proprietários de capital em puros proprietários, simples capitalistas financeiros. Mesmo quando os dividendos que recebem englobam o juro e o lucro do empresário, isto é, o lucro total (...), esse lucro total é percebido tão-só na forma de juro, isto é, como recompensa à propriedade do capital, a qual por completo se separa da função no processo real de produção, do mesmo modo que essa função, na pessoa do dirigente, se dissocia da propriedade do capital".<sup>11</sup> Para Marx, esta forma que toma a relação entre a propriedade e a função do capital é a forma mais desenvolvida dentro dos limites capitalistas, onde a propriedade privada está destituída de qualquer função no processo produtivo.

Por fim, como último aspecto que gostaríamos ainda de salientar, há uma observação feita por Marx, na qual ele constata a existência de expedientes dos grandes acionistas para se beneficiarem na distribuição dos dividendos, em relação ao conjunto dos acionistas. Como exemplo, ele cita os cargos de diretores apenas nominais, que recebiam "salários" acima daqueles determinados no mercado, pela função de dirigente industrial. Conclui, então, que a classe proprietária, independentemente de seus cargos, torna-se mais e mais desnecessária à evolução social.

### 3. A OBRA DE BERLE & MEANS

#### 3.1 O sistema de corporações

A principal constatação que norteia o estudo de Berle & Means<sup>12</sup> é a ruptura do "átomo da propriedade" em duas partes, "nominal ownership and the power formerly joined to it".<sup>13</sup>

O *locus* em que esta dissolução se realiza é a corporação moderna, pois, embora no século XVIII as grandes companhias de comércio na Holanda fossem, *grosso modo*, "corporações", estas não chegaram a se tornar dominantes na indústria, restringindo-se ao capital comercial.

Nos EUA a corporação aparece inicialmente em atividades que envolviam diretamente o interesse público, como construção de pontes, canais, etc.

Antes da Guerra Civil na década de 1860, o fato mais significativo para o desenvolvimento do sistema corporativo foi a sua introdução nas ferrovias, "railroad construction, involving a heavy initial outlay of capital, almost ne-

cessitated recourse to the corporate form".<sup>14</sup> Após a Guerra Civil, a concorrência acirrada entre as estradas de ferro levou à consolidação das empresas existentes, tornando a forma corporativa amplamente dominante neste ramo, enquanto ganhava importância nos demais ramos industriais, com o surgimento da produção em massa.

A partir daí, a linha de argumentação que Berle & Means seguem é a demonstração, ou antes, a constatação empírica da concentração do poder econômico nas grandes empresas.<sup>15</sup> Esta constatação tem vários indicadores, como a concentração da produção nos principais ramos industriais, a concentração de ativos, taxas de crescimento, etc. Como uma parcela crescente das grandes empresas é constituída de corporações, o crescimento do poder da grande empresa é identificado com o crescimento do poder das corporações.

Outro fato fundamental que emerge com o sistema de corporações é a dispersão da propriedade das ações. Novamente, a comprovação das afirmações tem um forte embasamento empírico.

A primeira delas baseia-se no número de acionistas e na participação percentual dos mesmos na propriedade do capital das empresas.<sup>16</sup> Eles notam que, nas grandes empresas, nenhum indivíduo possui parcela considerável das ações, sendo que, para uma amostra significativa dessas empresas, a maior participação era de 2,74% do capital acionário.

Em seguida, eles comparam o capital médio das empresas, nos diferentes ramos, com a participação no capital detida pelos seus administradores. O resultado demonstra claramente uma relação inversa entre tamanho médio da empresa e a participação acionária dos seus diretores.

Analizam, também, baseados em séries históricas, o crescimento do número de acionistas nos EUA. Nas três maiores empresas, em 1902, o número de acionistas era de aproximadamente 65 mil passando para 1.058 mil em 1931. No conjunto da economia norte-americana, o total de acionistas, conforme estimativas, passou de 4 milhões, em 1900, para 18 milhões, em 1928.

Finalmente, examinam a distribuição da propriedade das ações entre os diversos estratos de renda, no período de 1916 a 1927. A camada superior (os 25 mil de maior renda) perde participação entre 1916 a 1920, caindo de 57,2% para um valor em torno de 40%, que se mantém com pequenas variações até 1927. A camada que inclui todos os acionistas, com exceção dos 100 mil mais ricos, tem evolução inversa. Inicia com um valor de 22%, em 1916, atinge progressivamente um valor entre 40% e 45% em 1921 e neste intervalo se mantém até 1927. A mudança brusca ocorrida é atribuída ao aperto da política fiscal que, após a I Guerra Mundial, atingiu as camadas de altas rendas, afastando estes grupos do mercado de ações. Entretanto, a principal constatação é da tendência à dispersão de propriedade, que foi apenas acelerada pela política fiscal.

Como corolário destas mudanças, ocasionadas pelas corporações, temos algumas conclusões:

1. "Most fundamental of all, the position of ownership has changed from that of an active to that of a passive agent."<sup>17</sup>

2. Os valores ligados à propriedade, como extensão do eu, foram perdidos pelos acionistas, assim como já tinham sido perdidos pelos trabalhadores, no início da Revolução Industrial.

3. O valor da riqueza como resultante do próprio esforço não se sustenta, dependendo, agora, das forças de mercado e da ação dos administradores das corporações.

4. A riqueza cada vez menos pode ser empregada pelo seu próprio dono, de maneira direta.

5. Cada vez mais, "the owner of industrial wealth is left with a mere symbol of ownership while the power, the responsibility and the substance which have been an integral part of ownership in the past are being transferred to a separate group in whose hands lies control".<sup>18</sup>

### 3.2 As formas de controle

Berle & Means afirmam que "for practical purposes that control lies in the hands of the individual or group who have the actual power to select the board of directors (or its majority)".<sup>19</sup>

A partir daí, eles traçam cinco tipos empíricos, que representam diversas formas de controle e da influência da propriedade acionária sobre o mesmo. Os cinco tipos são:

1. Controle através da propriedade quase completa.
2. Controle majoritário.
3. Controle através de mecanismos legais sem propriedade majoritária.
4. Controle minoritário.
5. Controle gerencial.

O primeiro caso é aquele em que a propriedade se concentra nas mãos de um indivíduo ou de um pequeno grupo e, portanto, o controle está inteiramente nas mãos desses proprietários.

No segundo tipo, a separação entre o controle e a propriedade começa a se desenvolver, pois "certain powers of control, such as the power to amend the chart or to discontinue the enterprise, may require more than a simple majority vote and to that extent the majority exercises less control than a sole owner".<sup>20</sup>

O controle por meio de mecanismos legais é uma forma de manter o controle de uma companhia sem deter a maioria de suas ações. As maneiras de atingir este objetivo são variadas. As duas principais são: a emissão de ações com diferentes direitos de voto e a estrutura piramidal. A emissão de ações ordinárias e preferenciais permite que se possam atribuir quantidades diferentes de votos a cada um dos tipos, sem consideração de seu valor unitário. Assim, por exemplo, é possível que as ações preferenciais não tenham direito a voto, permitindo que o aumento de capital pela emissão desta espécie de ações te-

na efeito nulo sobre o controle acionário. A estrutura piramidal é uma forma de um agente controlar uma companhia por intermédio de várias empresas. Por este método, uma empresa A detém a maioria de ações de uma empresa B que detém a maioria de outra, e assim por diante. Desta forma, com uma participação em algumas empresas-chave na pirâmide, é possível multiplicar a magnitude do capital controlado. Como exemplo, podemos tomar três companhias: A, B e C, com capital de \$100 para cada uma delas. Supondo que A detém 51% de B, e B 51% de C, o agente que controlar 51% do valor de A controlará também B e C. Ou seja, é possível controlar um capital de \$300 com um investimento de \$51 (17% do capital total).

Controle minoritário é aquele através do qual, por existir uma grande dispersão da propriedade das ações, um indivíduo ou grupo está em condições de dominar uma empresa pela sua participação acionária, mesmo sendo esta minoritária. Este poder, geralmente, está acompanhado de uma capacidade de conseguir procuração de parcela dos acionistas dispersos. Esta situação numa grande empresa tende a dar estabilidade ao grupo controlador, pois, qualquer grupo desafiante, em virtude da dispersão das ações e do montante de capital envolvido, deveria investir grandes somas para alcançar uma participação significativa, ou conseguir amealhar um número suficiente de procurações.

Finalmente, temos o controle administrativo, onde a propriedade das ações está extremamente dispersa e nenhum grupo de acionistas tem condições de controlar os negócios da empresa. Neste caso, dada a dificuldade dos acionistas em utilizar seu poder de controle, a tendência é não participar, ou delegar seus votos nas assembleias anuais, nas quais se elegem os diretores. Agindo assim, permitem a autoperpetuação da administração, pois, mesmo quando delegam seus votos, os procuradores são normalmente designados pela diretoria.

Portanto, a não ser quando a situação da empresa sofre abalos, que se refletem no preço das ações e no nível de dividendos, é difícil que algum grupo desafiante consiga mobilizar a seu favor uma parcela significativa dos pequenos acionistas.

Como consequência, a situação de controle administrativo, embora baseada apenas em um consentimento passivo da maioria dos proprietários, tende a ser estável. O custo da luta pelo poder em uma sociedade anônima com propriedade dispersa é muito elevado, quer pela via da compra de um montante significativo de ações votantes, quer pela disputa das procurações de outros acionistas (*proxy fight*).

A consequência da autonomização dos gerentes em relação aos proprietários é vista com o fortalecimento da empresa enquanto instituição social, basicamente porque o conflito entre proprietários e administradores enfraquece ambos os lados. O poder dos acionistas diminui com a capitalização da empresa, dada a dispersão das ações. O poder da administração é restringido pela regulamentação social (leis) que, ao proteger os interesses dos acionistas

transformados em meros investidores de capital, impede que os administradores se transformem em nova oligarquia. Com isto, os interesses da empresa tornam-se relativamente independentes dos principais grupos de pressão.

Com esta argumentação, Berle & Means não pretendem negar a possibilidade de a empresa ser gerida no interesse de um dos grupos mencionados, mas apontam tendências e, mais do que isto, normativamente indicam o melhor caminho para a sobrevivência do sistema de corporações e sua utilização como promotor de bem-estar social. Para eles, na situação em que os interesses de propriedade e administração se encontram enfraquecidos, é necessário que a sociedade coloque suas demandas junto ao sistema corporativo para que "the 'control' of the great corporation should develop into a purely neutral technocracy, balancing a variety of claims by various groups in the community and assigning to each a portion of the income stream on the basis of public policy rather than private cupidity".<sup>21</sup>

#### 4. HILFERDING E A TEORIZAÇÃO DO CAPITAL FINANCEIRO

A obra de Hilferding, *O capital financeiro*, faz parte do desenvolvimento da teoria marxista. Entretanto, esta continuidade não exclui diferenças e contradições em relação à sua matriz teórica. No tema que examinamos, podemos observar o desenvolvimento de uma nova visão, a da hegemonia do capital bancário e de sua fusão com o capital industrial.

O primeiro aspecto da obra de Hilferding que interessa aqui é a análise dos bancos e sua relação com o crédito industrial. Ele parte do ciclo do capital industrial (descrito por Marx, e já visto anteriormente) e, considerando como consequência inevitável do progresso técnico o crescimento proporcional do capital fixo em relação ao circulante, conclui que a necessidade de financiamento das empresas tende a crescer *pari passu* com o crescimento do capital total da sociedade.<sup>22</sup>

A partir daí, a relação que se estabelece entre empresas (capital industrial) e os bancos, que, ao concentrarem o capital dinheiro concedem crédito, não é uma relação simétrica, "en esta relación el Banco acostumbra a ser la parte más fuerte. El Banco dispone siempre del capital en su forma líquida, preparada para convertirse en capital monetario. La empresa, en cambio, depende de la transformación de la mercancía. Si se paraliza el proceso de circulación o bajan los precios de venta, entonces se necesita de capital adicional (...). La disponibilidad de capital monetario es lo que da al Banco la prepotencia frente a la empresa, cuyo capital está inmovilizado (...)"<sup>23</sup> Como se vê, a relação empresa/bancos, ao mesmo tempo que se fortalece, reforça seu caráter assimétrico.

Outro aspecto importante na construção teórica de Hilferding é a diferença estabelecida entre empresário industrial e capitalista industrial, com o surgimento das sociedades anônimas. O empresário dirige o capital indus-



trial e o capitalista industrial é o proprietário das ações, uma espécie de capitalista monetário. O que separa o acionista de outros capitalistas monetários é que, no seu caso, o juro não é determinado de antemão, depende do ganho da empresa. Mas a especificidade do capitalista industrial é melhor compreendida após a introdução do conceito de “ganho de fundador”.

O conceito de “ganho de fundador” é um desenvolvimento original de Hilferding. Ele parte do entendimento do capital fictício em Marx, para compreender a transformação das empresas individuais em sociedades anônimas. Como já vimos, para Marx, o próprio capital tende a se tornar uma mercadoria e, portanto, a produzir rendimentos. Inversamente, qualquer rendimento tende a aparecer como rendimento de algum capital. Daqui se origina o capital fictício. Para uma dada taxa de juros (por exemplo 5% a.a.), o rendimento anual de \$100 de um ativo financeiro aparecerá como fruto de um capital de \$2 mil (\$100 capitalizados a 5% a.a.), independentemente de qual tenha sido o preço inicial deste ativo. Esta magnitude de \$2 mil é capital fictício, pois independe do valor do capital real que gera a receita anual de \$100 e é fruto apenas da concorrência entre os ativos financeiros, que tende a equalizar a relação entre ganhos e capital invertido.

Supondo que normalmente exista uma diferença positiva entre taxa de lucros e taxa de juros, existe a possibilidade de capitalizar este excedente quando da emissão de ações. O mecanismo funciona da seguinte forma: para uma taxa anual de lucro de 10%, uma taxa de juros de 5% a.a., e um capital produtivo inicial de \$100, teríamos lucros de \$10 por ano. Este rendimento de \$10, capitalizado a juros de 5% a.a., implicaria um capital acionário no valor de \$200. A diferença entre a magnitude do capital acionário (fictício) e do produtivo (real), \$200 – \$100, constitui o “ganho de fundador”, realizado na emissão de ações.

O reflexo deste envolvimento da propriedade das ações a nível de controle é a aceitação, por Hilferding, de uma concepção segundo a qual a tendência predominante é a generalização do controle minoritário, e de que este controle tende a se sofisticar por meio de técnicas financeiras, minimizando a necessidade de capital para mantê-lo. Estas técnicas são exatamente a mesma coisa que a estrutura piramidal que examinamos em Berle & Means. Como podemos ver, “pero en la práctica, la cantidad de capital suficiente para el dominio de la sociedad por acciones es generalmente, aún menor: sólo asciende de una tercera a una cuarta parte del capital y aún menos. Además, el que domina la sociedad por acciones dispone del capital ajeno como del suyo propio (...). Pero el gran capital que domina una sociedad por acciones es de un empuje mucho mayor aún, cuando no se trata de una sola sociedad por acciones, sino de un sistema de sociedades unas de otras”.<sup>24</sup> Segue-se um exemplo numérico de estrutura piramidal.<sup>25</sup>

A predominância do controle minoritário se acompanha de outro movimento, a diversificação dos investimentos dos grandes capitalistas em várias sociedades anônimas, nas quais eles desempenham um duplo papel. Por um lado, recebem dividendos de suas ações como qualquer

outro acionista. Por outro, dada a magnitude de sua participação acionária, têm o direito de fazer parte do conselho de administração da empresa.

A formação de uma solidariedade entre capital industrial e bancário tem como base a participação comum nos conselhos de administração; assim “se forma un círculo de personas que, en virtud de su propio poder de capital, o también como representantes de la fuerza concentrada del capital ajeno (directores de Banco), están representadas como enseros de Administración en numerosas sociedades por acciones. Nace así una especie de unión personal, de un lado, entre las diversas sociedades por acciones entre si, y luego entre estas y los Bancos”.<sup>26</sup>

Esta participação dos bancos se vincula ao fato de que estes, no caso das sociedades anônimas, concedem crédito para investimentos, ao contrário das empresas individuais, onde o crédito se restringe ao capital de giro. E como concedem crédito para investimento, o interesse dos bancos em acompanhar o dia-a-dia das sociedades anônimas torna-se permanente, daí a participação no conselho de administração.

Entretanto, a solidariedade que se forma entre os grandes acionistas que participam do conselho de administração não impede algumas divergências de interesses entre as empresas e bancos. Na emissão de novas ações, onde se realiza o “ganho do fundador”, há uma disputa, pela divisão deste ganho, entre a empresa e o banco que faz a subscrição das ações. Em geral, os bancos tendem a levar vantagem nessa divisão.

A vantagem concretizada pelos bancos é resultado de sua posição na bolsa de valores. O caráter da bolsa é eminentemente especulativo, pois o preço das ações depende de expectativas de rendimento das empresas e da taxa de juros. Portanto, os participantes mais bem informados terão vantagens em relação aos outros. Os grandes capitalistas têm mais probabilidade de conseguirem informações internas de empresas; logo, de obterem os ganhos do processo especulativo. Mas, à medida que a concentração bancária avança, os bancos, dentre os grandes capitalistas, são os que têm maiores possibilidades de ganhar com o movimento da bolsa. Os bancos concentram o capital dinheiro da sociedade, que podem investir em ações; também são eles que realizam o lançamento das novas ações. Deste modo, as transações interbancárias com ações chegam a obscurecer o próprio papel da bolsa. Além disso, esta posição se reflete a nível de controle, pois um banco pode administrar seu portfólio de ações de forma a fortalecer sua posição nas empresas, na época da nomeação de seus conselhos de administração.

O resultado de todo o processo é a maior dependência das empresas em relação aos bancos e à formação do capital financeiro “Llamo capital financiero al capital bancario, esto es, capital en forma de dinero, que de este modo se transforma realmente en capital industrial. Frente a los propietarios mantiene siempre la forma de dinero, es invertido por ellos en forma de capital monetario, de capital productor de intereses, y pueden retirarlo siempre en for-

ma de dinero. Pero, en realidad, la mayor parte del capital invertido así en los Bancos se ha transformado en capital industrial (...), y se ha inmovilizado en el proceso de producción. Una parte cada vez mayor del capital empleado en la industria es capital financiero, capital a disposición de los Bancos y utilizado por los industriales".<sup>27</sup>

Como se pode ver, Hilferding, assim como Marx, entende a relação entre controle e propriedade apenas dentro da interação entre capital industrial e financeiro. A visão de Hilferding é, antes de mais nada, uma teorização sobre a constituição e a hegemonia do capital financeiro.

## 5. CONCLUSÃO

Alguns dos temas que têm dominado o debate sobre a relação entre propriedade acionária e controle são os seguintes: dispersão/concentração da propriedade acionária, e seus efeitos sobre a administração das empresas; a influência dos grandes acionistas (formal e informal) sobre a gerência, e o grau de autonomia desta última; e, finalmente, a natureza institucional dos acionistas.

O confronto entre esses pontos e a exposição dos autores acima pode demonstrar o quanto já havia avançado o conhecimento sobre o funcionamento das corporações na década de 30. Entretanto, só após a publicação do trabalho de Berle & Means o debate se aquece. Uma das causas é, possivelmente, o distanciamento dos economistas acadêmicos em relação às contribuições oriundas da escola marxista, e vice-versa.

Todavia, podemos encontrar já em Marx a separação entre a gerência e os acionistas, com total autonomia para os primeiros, mesmo quando não há dispersão de propriedade. Em Hilferding, coloca-se o "ganho do fundador", que motiva a abertura do capital e fundamenta o controle minoritário e, acima de tudo, o poder dos grupos financeiros, que possibilita o domínio sobre as empresas. Finalmente, o estudo de Berle & Means dá forte embasamento empírico à tese do controle tecnoburocrático.

Dá que cada uma das questões principais encontre respostas importantes nessas teorizações. A autonomia da gestão é abordada tanto por Marx quanto por Berle & Means, embora através de uma argumentação diferente: para Marx, é a constituição de duas esferas separadas de acumulação, real e financeira, que afasta os proprietários do controle do processo produtivo; para Berle & Means, é a dispersão acionária que pulveriza o poder dos acionistas sobre os administradores.

A dispersão/concentração da propriedade acionária é analisada por Hilferding e por Berle & Means. Ambos os estudos concordam que há uma tendência a uma maior desconcentração mas, em Hilferding, esta encontra limites no interesse dos grandes capitalistas em manterem seu poder, seja através de participações minoritárias, seja por técnicas financeiras como o controle piramidal. Em Berle & Means não há limites e, sim, uma dispersão cada vez maior de propriedade.

Finalmente, a natureza institucional dos acionistas preocupa basicamente a Hilferding (dada a sua teoria do capital financeiro), para quem os bancos devem tornar-se

os grandes detentores do capital-propriedade. Para Marx, este problema não é relevante, já que o comportamento do capital-propriedade independe da natureza dos agentes. Berle & Means, por sua vez, atribuem a propriedade acionária ao "público" que é uma massa indiferenciada de pequenos investidores, ou mesmo de grandes, mas que diversificam sua carteira de aplicações.

Uma última observação ainda pode ser feita sobre a evolução dos estudos que abordam a separação entre propriedade acionária e controle.

Como não é intenção deste artigo fazer uma análise profunda da bibliografia mais recente, serão apenas ressaltados os aspectos principais de algumas dessas obras, que permitem um *flash* sobre o estado atual do debate.

Um estudo empírico que se tornou um marco nas discussões é o de R. Lerner.<sup>28</sup>

Ele analisa, na década de 60, a mesma amostra utilizada por Berle & Means em 1930 (levando em consideração, é claro, as fusões e incorporações ocorridas neste intervalo). A conclusão de Lerner é que houve aumento da dispersão acionária e, portanto, aumento do controle gerencial, como já era previsto por Berle & Means.

Outros autores que observam empiricamente o aumento da dispersão acionária, embora com a permanência de interesses minoritários importantes, são E. Hermann,<sup>29</sup> J. Scott<sup>30</sup> e J.M. Chevalier.<sup>31</sup> Estas constatações, baseadas na economia americana, levam, entretanto, a conclusões diferentes sobre a natureza do controle.

Hermann acredita que o controle de poder e informação existente nas burocracias permite ao seu vértice, os diretores internos, comandar as empresas independentemente dos acionistas minoritários, que se tornam meros rentistas.

Scott, por sua vez, acredita que os interesses dos acionistas minoritários os levarão a uma coligação. Esta determinará as decisões estratégicas da empresa, ficando a diretoria com o controle operacional.

Chevalier, numa posição mais próxima de Marx, mostra que a diretoria, responsável pelas decisões estratégicas e operacionais, continua dependendo de uma correlação de forças entre os acionistas, que lhe garanta apoio de mais de 50% do capital votante. Desta maneira, existe autonomia, mas também interdependência, entre propriedade e controle.

Pode-se notar a influência de Hilferding nos estudos de Kotz<sup>32</sup> e Niosi.<sup>33</sup> Kotz realizou pesquisa sobre a propriedade acionária nos EUA, onde demonstra as participações expressivas de instituições financeiras (bancos comerciais, fundos de pensão, etc.) nas ações das grandes companhias. Supõe, além disso, que existem grupos de instituições financeiras liderados por bancos comerciais. Portanto, somadas as participações acionárias das instituições pertencentes aos grupos, o capital financeiro aparecerá como o agente controlador, em última instância, das grandes corporações.

Niosi analisa a propriedade acionária no Canadá, mas, apesar de constatar também uma importante participação das instituições financeiras, seu estudo do comporta-

mento destas lhe mostra que elas atuam em geral como apoio às diretorias existentes, ao invés de controladoras, negando a tese do capital financeiro.

Repassar brevemente estas análises é mais uma forma de ressaltar a importância dos estudos de Marx, Hilferding e Berle & Means, ao mostrar que suas contradições são ainda aquelas que se apresentam hoje e, sobretudo, que suas construções são a base teórica das tendências atuais.

<sup>1</sup>Berle, Adolf & Means, Gardiner. *The modern corporation and private property*. New York, Harcourt, Brace & World, 1968.

<sup>2</sup>Hilferding, Rudolf. *El capital financiero*. Madrid, Tecnos, 1963.

<sup>3</sup>A visão "3", próxima de Berle & Means, pode ser encontrada em Marx, Karl. *O capital*. Rio de Janeiro, Civilização Brasileira, 1975. t.3, v.5; já a visão "1" é desenvolvida por seguidores seus – como Mandel, E. *O capitalismo Tardio*. São Paulo, Abril, 1983 – a partir de formulações anteriores de Marx.

<sup>4</sup>Ver Marx, Karl. *O capital*. op. cit., cap. 16, O capital comercial, 19, O capital financeiro.

<sup>5</sup>Id. ibid. p. 371.

<sup>6</sup>Id. ibid. p. 392.

<sup>7</sup>Id. ibid. p. 408.

<sup>8</sup>Id. ibid. p. 407.

<sup>9</sup>Id. ibid. p. 431.

<sup>10</sup>Id. ibid. p. 505.

<sup>11</sup>Id. ibid. p. 505.

<sup>12</sup>Berle, Adolf & Means, Gardiner. *The modern corporation...* op. cit.

<sup>13</sup>Id. ibid. p. 7.

<sup>14</sup>Id. ibid. p. 13.

<sup>15</sup>Id. ibid. p. livro I, cap. 3, *The concentration of economic power*.

<sup>16</sup>Os dados que se seguem, sobre a distribuição da propriedade acionária, encontram-se em Berle, Adolf & Means, Gardiner. op. cit., livro I, cap. 4, *The dispersion of stock ownership*, p. 47-65.

<sup>17</sup>Berle, Adolf, & Means, Gardiner. op. cit. p. 64.

<sup>18</sup>Id. ibid. p. 65.

<sup>19</sup>Id. ibid. p. 66.

<sup>20</sup>Id. ibid. p. 67.

<sup>21</sup>Id. ibid. p. 312.

<sup>22</sup>Esta visão é diferente da de Marx. Neste, o progresso técnico provoca o crescimento do capital constante (meios e objeto de trabalho), em relação ao variável (salários, valor das mercadorias necessárias à reprodução da força de trabalho). Mas, aqui, a ênfase está na parte circulante do capital constante (matérias-primas e insumos auxiliares), e no crescimento de seu valor.

<sup>23</sup>Hilferding, Rudolf. *El capital financiero*. op. cit.

<sup>24</sup>Id. ibid. p. 124-5.

<sup>25</sup>Id. ibid. p. 125.

<sup>26</sup>Id. ibid. p. 126.

<sup>27</sup>Id. ibid. p. 253-4.

<sup>28</sup>Lerner, Robert. *Management control and the large corporation*. New York, Dunellin, 1970.

<sup>29</sup>Hermann, Edward. *Corporate control, corporate power*. New York, Cambridge University Press, 1981.

<sup>30</sup>Scott, John. *Corporation, classes and capitalism*. London, Hutchinson University Library, 1979.

<sup>31</sup>Chevalier, Jean Marie. *La economía industrial en cuestión*. Madrid, H. Blume, 1979.

<sup>32</sup>Kotz, David M. *Bank control and large corporations in the United States*. Los Angeles, University of California Press, 1978.

<sup>33</sup>Niosi, Jorge. *Canadian capitalism – a study of power in the Canadian Business Establishment*. Trad. Robert Chodds. Toronto, James Lorimer, 1981. (Original em francês.)



*Um Mundo e Muitas Vozes*, de Sean MacBride, Elie Abel e outros  
Tradução de Eliane Zagury

O controle governamental, o monopólio e comercialização dos meios de comunicação, a censura, o domínio cultural: são algumas das questões abordadas neste livro, que traz o texto completo do Informe Final da Comunicação Internacional para o Estudo dos Problemas de Comunicação, de que participaram estudiosos de 16 países.

À Fundação Getúlio Vargas/Editora  
Divisão de Vendas – Caixa Postal 9.052 – 20.000 – Rio de Janeiro – RJ