

# EFEITOS DA FINANCEIRIZAÇÃO SOBRE O INVESTIMENTO PRODUTIVO: EVIDÊNCIAS PARA AS EMPRESAS BRASILEIRAS NÃO-FINANCEIRAS DE CAPITAL ABERTO (2010 A 2016)

*Isabella Oliveira Martins<sup>a</sup>*

*Bernardo Pádua Jardim de Miranda<sup>b</sup>*

*Cirlene Maria de Matos<sup>c</sup>*

*Fabrcio José Missio<sup>d</sup>*

<sup>a</sup> Mestre em Economia pelo Programa de Pós-Graduação em Economia, Universidade Federal de Alfenas. Varginha, MG, Brasil. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-4806-6485>

<sup>b</sup> Professor associado do Instituto de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal de Alfenas. Varginha, MG, Brasil. ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-3221-6845>

<sup>c</sup> Professora adjunta do Instituto de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal de Alfenas. Varginha, MG, Brasil. ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-7791-7907>

<sup>d</sup> Professor adjunto do Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional, Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte, MG, Brasil. ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-4561-6039>

*Recebido em 07/02/2021*

*Aceito em 24/11/2021*

*Received on 2021/2/7*

*Accepted on 2021/11/24*

**RESUMO:** O objetivo do artigo é investigar o impacto da financeirização sobre o investimento produtivo das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto no período de 2010 a 2016. Para isto, foi estimado um modelo dinâmico de dados em painel por meio do *Generalized Method of Moments* (GMM) utilizando os dados contábeis e financeiros dessas empresas. Os resultados mostraram que o endividamento, o custo do capital, o pagamento de juros sobre o capital próprio e dividendos prejudicaram o investimento produtivo das empresas não-financeiras, enquanto o lucro operacional o afetou positivamente. Isso demonstra que existe um processo de financeirização nas empresas brasileiras e que esse fenômeno impacta negativamente o investimento produtivo.

**PALAVRAS-CHAVE:** financeirização; governança corporativa; investimento produtivo.

**CLASSIFICAÇÃO JEL:** L1; M2; M20.

Correspondência para: Bernardo Pádua Jardim de Miranda

Contato: [bernardo.miranda@unifal-mg.edu.br](mailto:bernardo.miranda@unifal-mg.edu.br)



# EFFECTS OF FINANCIALIZATION ON PRODUCTIVE INVESTMENT: EVIDENCE FOR BRAZILIAN NON-FINANCIAL PUBLICLY TRADED COMPANIES (2010 to 2016)

**ABSTRACT:** This paper sought to investigate the impact of financialization on the productive investment of publicly traded Brazilian companies from 2010 to 2016. To do so, a dynamic panel data model was estimated by Generalized Method of Moments (GMM) using accounting and financial data from these companies. Results showed that debt, cost of capital, interest on equity and dividend payments hindered the productive investment of non-financial companies, while the operating profit affected it positively. This reveals a financialization process in Brazilian companies and that such phenomenon has a negative impact on productive investment.

**KEYWORDS:** financialization; corporate governance; productive investment.

## INTRODUÇÃO

O estudo da financeirização tem crescido nos últimos anos e há diferentes explicações para o fenômeno. Muitos estudiosos situam o início da financeirização na década de 1970 com a crise industrial no Ocidente, o fim do sistema de Bretton Woods e a ascensão do neoliberalismo. Outros apontam para a desregulamentação financeira e fenômenos relacionados, incluindo desenvolvimentos tecnológicos e o crescimento da influência de investidores institucionais, tais como fundos de pensão na década de 1980 (FERNANDEZ; AALBERS, 2016). A financeirização é ao mesmo tempo uma parte das transformações estruturais das economias capitalistas avançadas e também um meio que possibilita estas transformações (FERNANDEZ; AALBERS, 2016).

A financeirização envolve mudanças na orientação estratégica dos gestores na alocação dos recursos da empresa: passou-se do “reter e investir” para o “*downsize* e distribuir”. Com esse novo regime, os gestores diminuem a dimensão das empresas por meio da redução da força de trabalho e, também, de outros ativos, ao mesmo tempo em que aumentam a distribuição de dividendos como forma de elevar o retorno do capital e manter o preço das ações (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000). Além disso, observa-se um aumento das atividades financeiras das empresas não-financeiras e do seu endividamento, com o objetivo de financiar suas atividades financeiras e remunerar o capital próprio e de terceiros, o que impacta o crescimento de longo prazo dessas empresas (STOCKHAMMER, 2004, 2008).

Sendo assim, a financeirização pode afetar a economia de um país de várias formas. Uma delas é via seu impacto no investimento produtivo das empresas. Os principais trabalhos que analisam empiricamente essa questão são os artigos de Orhangazi (2008), Demir (2009) e Davis (2018) e chegam, em síntese, as seguintes conclusões: i) as empresas não-financeiras tem aumentado suas atividades financeiras, alocando menos recursos para a compra de ativos fixos; ii) a adoção de uma governança corporativa focada na maximização da riqueza ao acionista tem distribuído mais recursos líquidos aos acionistas, o que tem diminuído a taxa de retenção do lucro e disponibilidade de recursos financeiros para a compra de novas máquinas e equipamentos; iii) o capital de terceiros, ou da dívida, não necessariamente está sendo utilizado para financiar o investimento produtivo, mas para a expansão das atividades financeiras dessas empresas e para a remuneração do capital próprio e de terceiros; e iv) o custo da dívida pode resultar no aumento da distribuição de recursos líquidos das empresas não-financeiras para os credores. Assim, esses canais têm reduzido a disponibilidade de recursos para a compra de novos ativos fixos, o que prejudica o crescimento de longo prazo dessas empresas e da economia como um todo.

A relação entre a financeirização e o investimento produtivo é relativamente bem estudada para o grupo de países desenvolvidos, embora o mesmo não aconteça para os países em desenvolvimento. Devido a suas especificidades econômicas e institucionais, a financeirização nesses países tem características distintas. Portanto, é preciso desenvolver estudos que levem isso em consideração para ampliar a compreensão dos efeitos da financeirização sobre estas economias. No Brasil, poucos trabalhos empíricos estudaram essa relação entre a financeirização e o setor produtivo, podendo-se destacar Branco (2010), Miranda e Matos (2016), Feijó, Lamônica e Bastos (2016), Paula e Meyer (2018), Atílio e Cavalcante (2019) e Fonseca, Silveira e Hiratuka (2020). Dada a importância do tema, julgamos ser necessário novos estudos que ajudem a ampliar a compreensão desse processo e seus impactos sobre as empresas e a economia do país.

O objetivo desse artigo é investigar empiricamente o impacto da financeirização sobre o investimento produtivo das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto no período de 2010 a 2016. Para tanto, será estimado um painel dinâmico por meio do GMM System (*Generalized Method of Moments*) utilizando-se os dados contábeis e financeiros dessas empresas. A originalidade do artigo está na construção do modelo econométrico a ser estimado, que incorpora variáveis que captam o movimento de financeirização. Outra novidade está na metodologia econométrica utilizada.

Nesse ponto, chamamos a atenção para o fato de que o exercício econométrico empreendido está alinhado com a definição de financeirização adotada, a qual baseia-se nos trabalhos de Orhangazi (2008), Demir (2009) e Davis (2018). Ou seja, admite-se a financeirização como o aumento das atividades financeiras, do endividamento das empresas não-financeiras e a ascensão da Governança Corporativa focada na maximização da riqueza do acionista. A hipótese adotada neste artigo é que essa nova forma de gestão tem reduzido os recursos líquidos para o investimento produtivo, pois as empresas estão buscando resultados de curto prazo, o que tem prejudicado o investimento produtivo e o crescimento de longo prazo.

Existem outras definições na literatura. Segundo Massó (2016), a financeirização pode ser definida de três formas distintas: i) como um novo regime de acumulação, que surgiu devido à queda da produtividade no fim dos anos 1960; ii) como um novo conceito dentro das empresas, em que a governança corporativa se direciona para a maximização do valor do acionista; iii) financeirização da vida cotidiana, analisando a participação dos indivíduos no mercado financeiro e a criação de novos valores associados ao risco e ao endividamento. É possível acrescentar uma quarta visão, segundo a qual a financeirização pode ser vista como um “padrão sistêmico de riqueza” em que, à medida que os ativos financeiros respondem por uma parcela cada vez mais importante da riqueza das empresas não financeiras e das famílias (e não apenas dos bancos e das demais empresas financeiras), ganhos e perdas com esses ativos influenciam as decisões

de consumo e de investimento produtivo (COUTINHO; BELLUZZO, 1998; BRAGA, 1997, 2016; BRAGA et al, 2017).

Nesse sentido, entende-se que uma limitação desse trabalho está relacionada ao fato de que ajustes na visão sobre a financeirização podem implicar em ajustes no modelo econométrico adotado. No entanto, esperamos que os resultados obtidos contribuam com novas evidências sobre o efeito da financeirização no investimento produtivo, auxiliando na compreensão do impacto desse processo sobre o setor real da economia brasileira.

Para cumprir com o objetivo, o artigo está dividido em seis seções além desta introdução. A seção 1 apresenta a definição da financeirização e seus efeitos sobre a gestão e o investimento produtivo das empresas não-financeiras. A seção seguinte aborda as peculiaridades da financeirização no Brasil e revisa os trabalhos empíricos para as empresas não-financeiras de capital aberto do país. A terceira seção apresenta a metodologia e a quinta discute os resultados obtidos. Por fim, a última seção apresenta as considerações finais.

## 1. FINANCEIRIZAÇÃO E O INVESTIMENTO PRODUTIVO

Os anos entre o fim da Segunda Guerra Mundial e o início da década de 1970 foram caracterizados por estabilidade e crescimento econômico, ficando conhecidos como os “anos dourados do capitalismo”. O quadro institucional prevalente na economia nesse período se baseava em três pilares: sistema financeiro administrado, pois havia o controle das atividades rentistas e a manutenção de um baixo custo do capital; relação salarial fordista; e políticas macroeconômicas voltadas para o pleno emprego (BOYER, 2009).

Nas décadas anteriores a 1980, as grandes corporações que dominavam a economia dos Estados Unidos geravam receitas elevadas e alocavam seus recursos de acordo com o princípio de governança corporativa de “reter e reinvestir”. Os recursos gerados eram mantidos e investia-se o capital próprio, proporcionando, dessa forma, a base financeira para o crescimento das empresas (CICCOLO JÚNIOR; BAUM, 1985).

Porém, devido ao aumento da concorrência internacional e dos custos de produção (resultando na queda da taxa de lucro), e à perda de liderança das empresas norte-americanas para as japonesas no final dos anos de 1970 e ao aumento dos custos de agência<sup>1</sup> (devido ao grande tamanho das empresas), a governança focada em “reter e reinvestir” começa a

---

<sup>1</sup> Sobre custos de agência ver Berle e Means (1932), Jensen e Meckling (1976), Jensen (1986) e Harris e Raviv (1991).

ser duramente criticada. Além disso, nesse período tem-se a ascensão dos investidores institucionais entre os principais agentes do mercado financeiro<sup>2</sup>, os quais buscam resultados de curto prazo e passam a impor uma governança focada na maximização da riqueza do acionista (CHESNAIS, 1996 e 2001; AGLIETTA, 2000; CROTTY, 2003).

Em decorrência desses fatores, tem-se uma mudança na gestão das empresas não-financeiras de “reter e investir” para “*downsize* e distribuir” (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000). Os objetivos dessa mudança de gestão eram reduzir os custos de agência, elevar a rentabilidade dos ativos, tornar as empresas mais líquidas e comercializáveis e maximizar a riqueza dos acionistas (AGLIETTA, 2000; WILLIAMS, 2000; BATT; APPELBAUM, 2013). Sob essa nova orientação, a dimensão das empresas é reduzida, principalmente por meio da queda da força de trabalho e do estoque de ativo fixo permanente, como forma de aumentar o retorno do capital.

Assim, o foco da gestão passou a ser o interesse dos acionistas e a governança corporativa passou a priorizar a maximização da sua riqueza (FARHI; BORGHI, 2009; FICHTNER, 2020). A aplicação do direito de propriedade, pelo qual o sistema legal confere ao acionista o direito de exercer poder nas empresas por meio da governança, é uma das formas de dominância das finanças sobre o setor produtivo (DORE, 2008).

A mudança de estratégia das empresas provocou transformações não apenas no comportamento do gestor, mas também na natureza das relações de trabalho, no financiamento nacional e na política monetária. Dentre essas mudanças, destacam-se: i) os gestores passaram a considerar as exigências dos acionistas sobre a estabilidade e a taxa de retorno das empresas; ii) o salário começou a reagir rapidamente a qualquer discrepância entre o retorno efetivo e o esperado; iii) teve início uma forte pressão para a racionalização dos gastos públicos; iv) a política monetária deixou de ter como única função garantir a melhor combinação entre inflação e crescimento e passou a ter o papel de guiar o desenvolvimento do mercado financeiro; v) o investimento produtivo se tornou mais cauteloso a partir do momento em que os gestores se comprometeram com uma contínua e crescente taxa de lucro (BOYER, 2000).

As decisões do gestor passaram a buscar resultados de curto prazo em detrimento dos resultados de longo prazo, o que implicou no aumento da posse de ativos financeiros e das atividades financeiras como novas fontes de geração de riqueza (CROTTY, 2003; DUMÉNIL; LÉVY, 2004). Consequentemente, houve uma redução da participação do

---

<sup>2</sup> De acordo com Crotty (2003), os investidores institucionais possuem como metas uma maior rentabilidade no curto prazo, maior liquidez para os ativos e a diversificação dos riscos. Esses fatores resultaram na falta de controle majoritário das organizações, submissão do gestor ao controle do mercado externo e performance da empresa atrelada ao mercado de capitais.

lucro operacional no lucro total, um aumento do lucro financeiro e um crescimento do endividamento dessas empresas (KARWOWSKI; STOCKHAMMER, 2017), bem como um aumento da distribuição de dividendos e das práticas de recompra de ações<sup>3</sup> (CRANE; MICHENAUD; WESTON, 2016; FICHTNER, 2020). Essas medidas diminuíram a taxa de retenção do lucro, os recursos para compra de ativos fixos e o investimento em P&D, com impactos negativos sobre o crescimento de longo prazo das empresas e da economia (STOCKHAMMER, 2008; ORHANGAZI, 2008; PALLEY, 2008; DEMIR, 2009; DAVIS; WALSH, 2015; TORI; ONARAN, 2016; DAVIS, 2018).

Em resumo, no processo de financeirização, os mercados e serviços financeiros tornam-se mais importantes que a economia real. A alta rentabilidade, a elevada liquidez e, em grande parte dos casos, o baixo risco, acabam desestimulando o investimento produtivo e promovendo o comportamento rentista, aumentando, assim, a influência do setor bancário-financeiro na condução da política econômica. A preponderância das atividades financeiras tem como principais impactos o aumento da instabilidade econômica, o foco na geração de valor para o acionista, a transferência de renda do setor real para o financeiro, o aumento da desigualdade social, a estagnação salarial e a queda da taxa de investimento (PALLEY, 2008; EVANS; HABBARD, 2008; LAPAVITSAS, 2011; BRUNO; CAFFÉ, 2015).

## **2. FINANCEIRIZAÇÃO EM PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO: O CASO DA ECONOMIA BRASILEIRA**

O processo de financeirização nos países em desenvolvimento difere do ocorrido nos países desenvolvidos devido à heterogeneidade socioeconômica, à grande dependência de importações em setores relevantes da economia (BONIZZI, 2013; BECKER et al, 2015), e à subordinação das finanças desses países à economia e às finanças dos países centrais<sup>4</sup> (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2017; BONIZZI; KALTENBRUNNER; POWELL, 2019; FONSECA; SILVEIRA; HIRATUKA, 2019).

---

<sup>3</sup> De acordo com Fichtner (2020), entre os anos de 2004 e 2015 as 500 maiores empresas norte-americanas de capital aberto gastaram US\$4,5 trilhões na recompra de suas ações no mercado de capitais e que a emissão líquida de ações foi negativa em US\$5,4 trilhões no mesmo período.

<sup>4</sup> Segundo Bonizzi, Kaltenbrunner e Powell (2019), o processo de financeirização pode contribuir para aprofundar a subordinação desses países à hierarquia global, pois beneficia as empresas líderes de redes globais de produção que são capazes de canalizar os lucros em direção ao mercado financeiro e ainda estão predominantemente localizadas nas economias desenvolvidas.

Karwowski e Stockhammer (2017) apontam seis fatores que indicam a financeirização das economias em desenvolvimento: i) desregulamentação financeira; ii) fluxo financeiro estrangeiro; iii) volatilidade no preço dos ativos; iv) mudança para um mercado baseado nas finanças; v) financeirização das empresas não-financeiras; e vi) financeirização doméstica. Segundo esses autores, todos esses fatores estão presentes de forma moderada na economia brasileira. Neste artigo será investigado de forma empírica especificamente a financeirização das empresas não financeiras.

Assim, o processo de financeirização dos países em desenvolvimento está relacionado à integração financeira global e à diminuição da regulamentação dos fluxos financeiros de capital. Estes fatores permitiram que investidores em geral (como empresários, especuladores e banqueiros) fizessem aquisições de ativos financeiros em diversos setores e países, impulsionados por um otimismo resultante do aumento da desregulamentação dos mercados financeiros em consonância com o desenvolvimento tecnológico (FEIJÓ; LAMÔNICA; BASTOS, 2017). Nesse sentido, o entendimento da financeirização da economia brasileira passa pelo reconhecimento de que esse processo apresenta características distintas das observadas em economias desenvolvidas, como Estados Unidos e Reino Unido.

No Brasil, o mercado de capitais é pouco desenvolvido e a financeirização é baseada na indexação dos títulos de dívida pública e no endividamento interno do setor público em um cenário de juros altos e de uma distribuição de riqueza que beneficia os detentores da dívida (BRUNO et al, 2011; BONIZZI, 2013).

Bruno e Caffé (2015) identificaram que a acumulação rentista-financeira no Brasil se iniciou por meio dos ganhos inflacionários antes mesmo do processo de desregulamentação e abertura financeira e comercial. Essa foi a primeira fase do processo de financeirização da economia brasileira, que prevaleceu entre os anos de 1970 e 1993, e foi chamada pelos autores de “hiperinflação”. Já a segunda fase teve início após a estabilização monetária alcançada com a implementação do Plano Real. Como nessa fase os ganhos inflacionários não eram mais possíveis, a acumulação rentista-financeira foi proporcionada pelos altos juros. Essa fase foi denominada “hiperjuros”.

A partir de 1994 a taxa de financeirização tornou-se maior do que a taxa de acumulação de capital, indicando assim um aumento do processo de financeirização da economia (BRUNO, 2008). Nesse período houve uma grande queda do investimento em capital fixo produtivo e a permanência dessa taxa em níveis historicamente muito baixos e prejudiciais ao processo de desenvolvimento econômico.

Dessa forma, o processo de financeirização no Brasil se aprofundou com a abertura comercial e financeira dos anos 1990 (BECKER et al, 2015; BRUNO, 2008; BRUNO; CAFFÉ, 2015). Antes das reformas neoliberais o país era um clássico exemplo de Fordismo periférico em que a relação salarial era caracterizada pela heterogeneidade,



resultando em uma das mais altas desigualdades salariais do mundo. Além disso, a dependência externa era grande. O período neoliberal deu continuidade a essas dependências e fortaleceu o padrão de acumulação financeira (BECKER et al, 2015).

Com relação à gestão das empresas não-financeiras, principalmente a partir dos anos 2000, observa-se um aprofundamento da governança focada na maximização da riqueza dos acionistas (MIRANDA; CROCCO; SANTOS, 2015; ATTÍLIO; CAVALCANTI, 2019). Isto pode ser verificado por meio do aumento da participação dos investidores institucionais e estrangeiros entre os principais acionistas das empresas não-financeiras de capital aberto no Brasil e da maior dispersão do capital, principalmente nos segmentos de governança mais elevados da BM&FBovespa (GORGA, 2009; MIRANDA; CROCCO; SANTOS, 2017). O crescimento da participação desses investidores tem pressionado as empresas a aumentar suas atividades financeiras (FONSECA; SILVEIRA; HIRATUKA, 2019) e a distribuição de dividendos (CORRÊA; LEMOS; FEIJÓ, 2017).

Essa maior distribuição da riqueza ao acionista, característica da financeirização, impactou negativamente o ativo imobilizado, que cresceu mais lentamente, comprometendo o desempenho de longo prazo das firmas e o crescimento econômico do país (BRANCO, 2010). Outro fator importante é que as empresas recorreram ao endividamento para criar riqueza ao acionista, o que afetou a estrutura patrimonial das firmas e resultou em um aumento do endividamento das empresas (MIRANDA; CROCCO; SANTOS, 2017; BRUNO, 2008).

Alguns autores investigaram a relação entre financeirização e investimento produtivo no Brasil. Utilizando microdados em um painel dinâmico estimado por meio do GMM, Branco (2010) analisou o impacto da financeirização sobre as decisões de investimento das empresas brasileiras não-financeiras no período de 1995 a 2007. Os resultados evidenciaram uma relação negativa entre a financeirização e acumulação de capital. Fonseca, Silveira e Hiratuka (2019) empregaram GMM em um painel dinâmico para avaliar o efeito da presença de investidores institucionais sobre a estratégia de gestão e a financeirização das empresas brasileiras não-financeiras no período de 2010 a 2016. Os resultados evidenciaram que a presença de investidores institucionais não influenciou a política de dividendos, mas teve o efeito de aumentar o investimento financeiro. Além disso, observou-se que o investimento financeiro se correlaciona positivamente com a lucratividade e negativamente com o investimento produtivo.

Resultados similares foram obtidos por outros autores que também utilizaram microdados. Miranda e Matos (2016) estudaram o impacto da financeirização no investimento produtivo das empresas brasileiras não-financeiras no ano de 2012, utilizando uma análise qualitativa comparativa *fuzzy* e análise de componente principal (ACP). Os autores concluíram que a presença de aplicações financeiras elevadas causou um baixo nível de investimento no referido ano. Atílio e Cavalcante (2019) investigaram

o impacto da estratégia de *maximizing shareholder value* (MSV) sobre o emprego no Brasil no período de 1997 a 2013. Os autores construíram um modelo econométrico usando a teoria da reação em cadeia para verificar as consequências da distribuição de dividendos sobre o emprego. A relação entre MSV, investimento e emprego setorial foi estimada por meio de mínimos quadrados em dois estágios. Os resultados mostraram que o aumento da distribuição de dividendos, por meio da MSV, impactou negativamente o investimento produtivo, o que, por sua vez, afetou o nível de emprego.

Já Paula e Meyer (2018) não encontraram evidências de que a financeirização tenha prejudicado o investimento produtivo no Brasil. Os autores analisaram esta relação no período de 1995 a 2017 e concluíram que a partir da década de 1990 a redução da taxa de acumulação foi seguida por um aumento gradual da taxa de financeirização, indicando que o processo de financeirização se iniciou com a liberalização comercial e financeira. Entretanto, após analisarem os indicadores contábeis das grandes empresas brasileiras, os autores entenderam que, embora a receita financeira fosse relevante para o retorno das empresas, não havia evidência de que o pagamento de dividendos ocorresse em detrimento do investimento produtivo.

Utilizando dados agregados, Feijó, Lamônica e Bastos (2016) analisaram o impacto da taxa de juros sobre o crescimento econômico por meio de seu efeito sobre a decisão de investimento no período de 1990 a 2000. Os autores observaram que a política econômica não favoreceu decisões de longo prazo e que a vulnerabilidade externa aumentou com a abertura econômica em 1990, reduzindo o espaço para políticas de crescimento. Os resultados mostraram que a taxa de juros é a principal variável para explicar a taxa de investimento e que a financeirização afeta negativamente a acumulação de capital físico.

Os indícios de financeirização podem ser percebidos no Brasil a partir da década de 1970, porém o aprofundamento do processo ocorreu a partir da década de 1990 e as mudanças na governança das empresas ocorrem principalmente a partir dos anos 2000. Todas as análises empíricas descritas acima, com exceção do artigo de Paula e Meyer (2018), concluíram que a financeirização afetou negativamente o investimento produtivo no Brasil.

### 3. METODOLOGIA

O modelo que utilizamos para analisar o impacto da financeirização sobre o investimento produtivo das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto foi adaptado da metodologia de Orhangazi (2008), Demir (2009) e Davis (2018). Os dados se referem ao período de 2010 a 2016 e foram obtidos nas demonstrações contábeis e financeiras consolidadas das empresas não-financeiras de capital aberto disponíveis no *software*

Economática e no *site* da B<sup>3</sup> (Brasil, Bolsa, Balcão). Ou seja, essas informações foram retiradas do balanço patrimonial (BP), da demonstração de resultado do exercício (DRE), da demonstração do fluxo de caixa (DFC) e da demonstração do valor adicionado (DVA) das empresas não-financeiras de capital aberto que transacionam suas ações na BM&Bovespa. Ressaltamos que esses dados estão sujeitos a mudanças e reformas das leis contábeis, o que dificulta a análise de períodos mais longos.

Inicialmente, a base de dados continha informações de 360 empresas. No entanto, foram eliminadas as empresas financeiras, empresas de mercado de balcão e empresas coligadas e controladas, restando assim 257 empresas. As variáveis utilizadas estão apresentadas no Quadro 1.

**Quadro 1 – Descrição das variáveis utilizadas no modelo**

	Variáveis	Representação da variável	Descrição
Dependente	Taxa de investimento produtivo	$\frac{I}{K}$	Gastos com a aquisição de Imobilizado dividido pelo Imobilizado total.
	Capacidade produtiva	$\frac{V}{K}$	Receita de Vendas dividida pelo Imobilizado total.
	Taxa de lucro operacional	$\frac{\pi}{K}$	Lucro operacional (EBIT) dividido pelo Imobilizado total.
	Taxa de endividamento	$\frac{D}{A}$	Dívida total (passivo circulante e não circulante) dividida pelo Ativo Total.
Explicativas	Custo do endividamento	$\frac{J}{D}$	Despesas financeiras divididas pela dívida total (passivo circulante e não circulante).
	Taxa de pagamento financeiro	$\frac{P_f}{A}$	Pagamentos financeiros (dividendos pagos e juros sobre o capital próprio) divididos pelo Ativo Total.
	Taxa de aplicação financeira	$\frac{A_f}{A}$	Aplicações financeiras de curto e longo prazo divididas pelo Ativo Total.
	Taxa de receita financeira.	$\frac{\pi_f}{A}$	Receita financeira dividida pelo Ativo Total

Notas:  $I$  = investimento em capital fixo;  $K$  = imobilizado total;  $V$  = receita de vendas;  $\pi$  = lucro operacional;  $D$  = dívida total;  $A$  = ativo total;  $J$  = juros pagos;  $P_f$  = pagamentos financeiros sob a forma de dividendos e juros sobre o capital próprio;  $A_f$  = aplicações financeiras;  $\pi_f$  = receitas financeiras; EBIT = lucro antes do pagamento de juros e impostos.

Fonte: Elaboração própria.

As variáveis explicativas incluem determinantes reais e financeiros da taxa de investimento produtivo. A capacidade produtiva, a taxa de lucro operacional e o custo do endividamento são os determinantes reais. As taxas de endividamento, de pagamento financeiro, de aplicação financeira e de receita financeira são os determinantes financeiros, ou seja, relacionados à financeirização. A inclusão das variáveis financeiras visa captar os incentivos recebidos pelos gestores para aumentar a rentabilidade no curto prazo e elevar o preço das ações, podendo usar como estratégias o crescimento do investimento financeiro e o aumento nos pagamentos sob a forma de juros e dividendos.

### 3.1 ESPECIFICAÇÃO DO MODELO ECONOMÉTRICO

Para analisar os efeitos da financeirização sobre a acumulação de capital foi estimado um modelo dinâmico de dados em painel por meio do *Generalized Method of Moments* (GMM). Esse estimador é adequado para processos geradores de dados em que: i) o processo seja dinâmico, com a variável dependente sendo afetada pelo seu valor passado; ii) haja efeito-fixo individual distribuído arbitrariamente, de forma que a variável dependente muda mais rapidamente em resposta a algumas variáveis do que a outras; iii) algumas variáveis explicativas sejam endógenas; iv) os distúrbios idiossincráticos (aqueles além do efeito-fixo) tenham padrões individuais específicos de heterocedasticidade e correlação serial; v) os erros idiossincráticos são não correlacionados entre as unidades de observação (ROODMAN, 2009).

O modelo estimado possui a seguinte forma:

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_2 \left(\frac{V}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_3 \left(\frac{\pi}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_4 \left(\frac{D}{A}\right)_{i,t-1} + \beta_5 \left(\frac{I}{D}\right)_{i,t-1} + \beta_6 \left(\frac{Pf}{A}\right)_{i,t-1} + \beta_7 \left(\frac{Af}{A}\right)_{i,t-1} + \beta_8 \left(\frac{Rf}{A}\right)_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Em (1),  $\beta_0 \dots \beta_8$  são os coeficientes a serem estimados, o subscrito  $i$  representa a empresa e  $t$  indica o período no tempo. As variáveis explicativas foram defasadas em um período como forma de refletir o tempo de ajuste, ou seja, o tempo de resposta do investimento a mudanças nessas variáveis<sup>5</sup>. Tem-se, por exemplo, que o lucro operacional do período  $t$  ainda não foi realizado quando as decisões de investimento do período  $t$  foram feitas, devendo-se então considerar o lucro operacional do período  $t - 1$ .

Com relação ao sinal dos coeficientes, espera-se que o coeficiente da variável dependente defasada seja positivo ( $\beta_1 > 0$ ) pois empresas que investiram no período anterior tendem a continuar investindo no período atual. Acredita-se que os coeficientes de capacidade produtiva e lucro operacional também serão positivos ( $\beta_2$  e  $\beta_3 > 0$ ), dado que quanto maior a produção e o lucro, maiores os incentivos para novos investimentos.

O coeficiente do endividamento pode ser tanto positivo quanto negativo ( $\beta_4 > 0$  ou  $\beta_4 < 0$ ), considerando que, por um lado o pagamento de juros reduz a disponibilidade de recursos para o investimento produtivo, mas por outro o aumento do pagamento de juros pode estar associado com o aumento da alavancagem para a aquisição de ativos físicos. Já o coeficiente do custo de capital de terceiros deve apresentar

<sup>5</sup> Para entender melhor essa questão ver Davis (2018).

sinal negativo ( $\beta_5 < 0$ ), visto que quanto maior a taxa de juros, menos a empresa tende a utilizar capital de terceiros para fazer investimento.

Espera-se que os pagamentos apresentem um coeficiente negativo ( $\beta_6 < 0$ ), pois quanto mais recursos forem destinados ao pagamento de dividendos e às aplicações financeiras, menor a disponibilidade de recursos para a realização do investimento produtivo. Já o sinal do coeficiente das aplicações financeiras e da receita financeira pode ser positivo ou negativo ( $\beta_8 > 0$  ou  $\beta_8 < 0$ ). O sinal positivo indica que a receita financeira pode ser utilizada para realizar novos investimentos financeiros ou direcionada para o investimento produtivo. Ou ainda, que a expansão da riqueza das empresas decorrente de mais aplicações e maiores ganhos na esfera financeira podem ter um efeito positivo sobre as expectativas e as decisões de gasto dessas empresas na esfera produtiva.

A capacidade produtiva, a taxa de lucro operacional e a taxa de pagamento ao acionista foram consideradas como endógenas. O crescimento do imobilizado tende a afetar a capacidade produtiva e, conseqüentemente, o lucro e a remuneração aos acionistas, de forma que estas variáveis podem ser influenciadas pelas decisões de investimento produtivo. Logo, a interdependência entre estas variáveis e a decisão de investimento se traduz em um problema de simultaneidade, tornando-as endógenas no modelo.

Além do modelo base, representado pela equação 1, foram estimadas mais três especificações, incluindo *dummies* de setor (modelo 2), de grau de governança corporativa (modelo 3) e porte das empresas (modelo 4), respectivamente. A *dummy* setorial visa isolar as singularidades dos setores que não são capturadas pelos outros regressores, possibilitando verificar se a financeirização afeta os setores de forma distinta. Dentre as 257 empresas analisadas, tem-se que 20 são empresas comerciais, 102 são prestadoras de serviços e 135 são indústrias.

A inclusão das variáveis *dummy* de grau de governança corporativa permite verificar se as empresas com diferentes graus de governança corporativa são impactadas pela financeirização de forma distinta. Para tal, foi feita uma divisão das firmas de acordo com os segmentos de listagem da B<sup>3</sup>, classificados de acordo com o perfil da empresa. Cada segmento passa por regras de governança corporativa diferenciadas, sendo que os segmentos englobados foram: Tradicional, Nível 1, Nível 2, Bovespa Mais e Novo Mercado<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> No ano 2000 foram criados segmentos de mercado de governança diferenciados: a) Novo Mercado, onde se encontram os padrões de governança corporativa mais elevados; b) Nível 2, com um nível intermediário de exigências de governança, e c) Nível 1 com o menor nível de exigência de governança corporativa. Posteriormente, foi criado o segmento Bovespa Mais com o objetivo de tornar o mercado de capitais acessível a pequenas e médias empresas de forma gradual. Este segmento possui um padrão de governança mais baixo que os anteriores. O segmento Tradicional não apresenta regras diferenciadas de governança corporativa.

As empresas que pertencem ao segmento Tradicional possuem o nível mais baixo de governança corporativa, ao passo que as que fazem parte do Novo Mercado possuem o nível mais alto. A literatura aponta que empresas com uma boa governança corporativa são compromissadas com uma série de práticas que vão em direção à maximização do valor do acionista (JENSEN, 2000; OECD, 2004). Assim, espera-se que essas firmas paguem mais dividendos e, portanto, sejam mais afetadas pela financeirização.

A utilização das variáveis *dummy* de tamanho da empresa procura identificar se a financeirização afeta as firmas de diferentes portes de formas distintas. Para esse fim, as empresas foram agrupadas por tamanho utilizando a classificação adotada pela Receita Federal, baseada no faturamento bruto anual em reais. São consideradas microempresas as firmas com faturamento menor do que R\$ 360 mil; pequenas empresas aquelas com faturamento de R\$ 360 mil a R\$ 4,8 milhões; e grandes empresas se o faturamento for maior do que R\$ 4,8 milhões.

Das 257 empresas consideradas na amostra, 63 foram classificadas como micro, 135 como pequenas e 59 como grandes empresas. Percebe-se então que a amostra é composta, principalmente, de pequenas empresas. A literatura estabelece que empresas maiores são mais capazes de superar as assimetrias de mercado e mais propensas a possuir uma estrutura organizacional e financeira mais complexa (ORHANGAZI, 2008). Dessa forma, espera-se que as grandes empresas façam mais investimentos financeiros e consequentemente estejam propensas a um maior controle do mercado, o que resultaria em uma maior transferência para os acionistas sob a forma de dividendos.

Todos os modelos foram estimados com *dummies* de ano para captar choques macroeconômicos comuns a todas as observações, ou seja, não associados à heterogeneidade individual das empresas.

Em um modelo dinâmico é possível obter os coeficientes de longo prazo para as variáveis explicativas. Os coeficientes de curto prazo são os próprios coeficientes obtidos na estimação do painel dinâmico. O coeficiente de longo prazo para cada variável explicativa será calculado da seguinte forma:

$$\beta_{x,LP} = \frac{\beta_{x,CP}}{1 - \beta_1} \quad (2)$$

Em (2),  $\beta_{x,LP}$  é o coeficiente de longo prazo da variável explicativa  $x$ ;  $\beta_{x,CP}$  corresponde ao coeficiente de curto prazo da variável explicativa  $x$ ;  $\beta_1$  remete ao coeficiente da variável dependente defasada, que captura a natureza dinâmica do processo de geração de dados.

Os erros padrão dos coeficientes de longo prazo serão calculados pelo método delta (PAPKE; WOOLDRIDGE, 2005).

#### 4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no trabalho. Observa-se que a média da taxa de investimento foi de 0,082%, o que é um resultado extremamente baixo. Percebe-se ainda um valor mínimo negativo para essa variável indicando que algumas empresas estão vendendo seu imobilizado. O lucro operacional também apresentou um resultado mínimo negativo, embora a sua média tenha sido de 133,43%. A capacidade produtiva média foi de 909,49%, a taxa de endividamento média foi de 70,96% e o custo do endividamento foi de 10,13%. Com relação às variáveis financeiras, tem-se que, em média, o pagamento financeiro foi de 43,94%, as aplicações financeiras de 4,39% e o lucro financeiro de 3,67%.

**Tabela 1 – Estatísticas descritivas das variáveis do modelo**

Variável	Observações	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
Taxa de Investimento	1.222	0,0082	0,2592	-0,9130	1,00
Capacidade produtiva	1.222	9,0949	16,329	0,0000	99,6437
Taxa de lucro operacional	1.222	1,3343	4,1723	-0,9627	67,7110
Taxa de endividamento	1.222	0,7096	0,6116	0,0449	9,3422
Custo do endividamento	1.222	0,1013	0,0964	0,0000	1,5874
Taxa de pagamento financeiro	1.222	0,4358	2,0486	0,0000	20,9283
Taxa de aplicação financeira	1.222	0,0439	0,0835	0,0000	0,6422
Taxa de receita financeira	1.222	0,0367	0,0688	0,0000	1,5314

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Economática e da B3.

A Tabela 2 apresenta os resultados dos quatro modelos estimados: i) modelo base; ii) modelo com as variáveis *dummy* para setor; iii) com as variáveis *dummy* para segmento de Governança Corporativa da B3; e iv) com as variáveis *dummy* para tamanho das empresas.

Com relação à validade dos modelos, tem-se que os testes de especificação, sendo eles o Teste Arellano-Bond e o Teste Hansen, evidenciam a validade de todos eles. Os testes AR (1) e AR (2) indicam a presença de autocorrelação serial de primeira ordem e a ausência de autocorrelação serial de segunda ordem, respectivamente, como esperado. O Teste Hansen não rejeita a hipótese nula de exogeneidade do grupo total de instrumentos e a correta especificação dos modelos, indicando que os instrumentos são exógenos e os modelos estão bem especificados.

**Tabela 2 – Efeito da financeirização sobre o investimento produtivo no Brasil: estimações por System GMM, 2010 a 2016**

Variável	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
Investimento $t-1$	0,0570 (0,270)	0,0712 (0,197)	0,0566 (0,272)	0,6250 (0,223)
Capacidade Produtiva $t-1$	-0,0018 (0,348)	-0,0029 (0,163)	-0,0019 (0,377)	-0,0018 (0,348)
Lucro Operacional $t-1$	0,0064 ** (0,047)	0,0057 * (0,090)	0,0064 ** (0,036)	0,0066 ** (0,038)
Endividamento $t-1$	-0,0272 ** (0,013)	-0,0325 *** (0,000)	-0,0265 ** (0,021)	-0,0201 * (0,071)
Custo do Endividamento $t-1$	-0,4992 * (0,055)	-0,3710 (0,257)	-0,4707 * (0,093)	-0,5109 ** (0,043)
Pagamento Financeiro $t-1$	-0,0078 * (0,060)	-0,0085 * (0,085)	-0,0076 * (0,074)	-0,0069 (0,107)
Aplicação Financeira $t-1$	0,1500 (0,338)	0,2175 (0,155)	0,1945 (0,196)	0,1282 (0,414)
Receita Financeira $t-1$	0,1637 (0,592)	0,0623 (0,853)	0,1347 (0,673)	0,1609 (0,587)
Constante	0,0818 ** (0,011)	0,1311 *** (0,003)	0,0738 ** (0,034)	0,0569 * (0,082)
Dummy ano	Sim	Sim	Sim	Sim
Dummy indústria	-	-0,0602 * (0,043)	-	-
Dummy serviços	-	-0,0334 (0,247)	-	-
Dummy nível 1	-	-	-0,0370 (0,117)	-
Dummy nível 2	-	-	0,0309 (0,377)	-
Dummy Bovespa mais	-	-	-0,0230 (0,722)	-
Dummy novo mercado	-	-	0,0229 (0,215)	-
Dummy pequena	-	-	-	0,0238 (0,328)
Dummy grande	-	-	-	0,0425 (0,108)
Nº de instrumentos	53	67	57	55
Nº de observações	950	950	950	950
Nº de grupos	257	257	257	257
Teste AR (1)	0,000	0,000	0,000	0,000
Teste AR (2)	0,177	0,195	0,172	0,183
Teste Hansen	0,563	0,459	0,645	0,573

Nota: P-valor entre parênteses, sendo \*\*\*<0,01, \*\*<0,05, \*<0,1.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Economática e da B3, utilizando o *Stata*.



O fato de o lucro operacional ter afetado o investimento produtivo de forma positiva e significativa (em todos os modelos), indica que quanto maior o lucro operacional do período anterior, maior o investimento em capital fixo do período atual. Esse resultado também foi encontrado por Demir (2009) e Davis (2018).

Por outro lado, a taxa de endividamento, o custo do capital de terceiros e a taxa de pagamento financeiro afetaram negativamente o investimento em imobilizado (na maioria das estimações). O sinal negativo no coeficiente da taxa de endividamento sugere que as empresas podem ter não contraído dívidas para financiar o investimento produtivo, mas sim para financiar outros tipos de gastos. Ou ainda, o endividamento pode afetar negativamente o investimento produtivo mesmo quando os recursos são utilizados para a expansão da capacidade produtiva, por meio da redução das margens de segurança, ou seja, da diferença entre os retornos esperados do investimento e os custos dos empréstimos contraídos para financiá-lo. Expectativas favoráveis fazem com que as empresas assumam comportamentos financeiros cada vez mais arriscados, reduzindo a sua margem de segurança. A partir de determinado ponto, as empresas vão buscar reverter esse comportamento e recompor as suas margens. O resultado pode indicar também que o pagamento de juros, resultante de uma maior alavancagem, reduziu a disponibilidade de recursos para o investimento em capital fixo<sup>7</sup>.

O efeito negativo do custo de capital de terceiros já era esperado e nos mostra que um aumento no custo do capital desestimula o investimento produtivo, pois fica mais caro investir em imobilizado. O coeficiente negativo da taxa de pagamento aos acionistas indica que quanto maior o pagamento de dividendos e juros sobre o capital próprio, menor a disponibilidade de recursos para a realização de investimento produtivo. Este resultado evidencia o efeito negativo da governança focada na maximização da riqueza do acionista sobre o crescimento do imobilizado, corroborando o impacto negativo da financeirização sobre o investimento produtivo. Este achado é condizente com a literatura da financeirização (DEMIR, 2009; ORHANGAZI, 2008) e pode ser um indício de uma mudança na gestão das empresas brasileiras de “reter e investir” para “*downsizing* e distribuir”, como discutido por Lazonick e O’Sullivan (2000). A gestão voltada para a remuneração do acionista leva à busca por resultados de curto prazo, o que prejudica a expansão produtiva das empresas e, conseqüentemente, o crescimento econômico e a geração de empregos.

---

<sup>7</sup> Se o resultado do coeficiente da taxa de endividamento fosse positivo, isso significaria que o aumento do pagamento de juros estaria associado com a elevação da alavancagem para a aquisição de ativos físicos, como já explicado na metodologia.

A taxa de investimento do período anterior, a capacidade produtiva, a taxa de aplicação financeira e a taxa de receita financeira não foram significativas. O fato de o investimento produtivo prévio e a capacidade produtiva do período anterior não serem significativos pode estar relacionado à queda acentuada da taxa de investimento no período analisado, de forma que o investimento do período anterior tenha parado de impactar de forma significativa o investimento do período atual.

O resultado para a taxa de aplicação financeira e a receita financeira indicam que o aumento das aplicações em ativos financeiros e da renda proveniente desses ativos não afeta o investimento em capital fixo no Brasil. Esse resultado vai em desacordo com a literatura a respeito da financeirização e pode decorrer das peculiaridades da financeirização da economia brasileira.

Com relação às variáveis *dummy* para setor (sendo eles comércio, indústria e prestação de serviços) tem-se que a *dummy* de “comércio” foi utilizada como controle. A *dummy* indústria apresentou um resultado significativo no modelo, já a *dummy* serviços não. Esse resultado indica que a financeirização afeta as empresas industriais de forma diferente das firmas comerciais.

No que concerne às variáveis *dummy* de governança corporativa (sendo eles Tradicional, Nível 1, Nível 2, Bovespa Mais e Novo Mercado) tem-se que a *dummy* “Tradicional” foi utilizada como controle. Nenhuma dessas variáveis *dummy* foi significativa, de forma que diferentes graus de governança corporativa não influenciam os efeitos da financeirização. No que diz respeito às variáveis *dummy* de porte (sendo eles micro, pequena e grande), tem-se que a *dummy* micro foi utilizada como controle. Nenhuma dessas variáveis *dummy* foi significativa, de forma que o tamanho das empresas não influencia os efeitos da financeirização sobre o investimento produtivo.

Em síntese, de maneira geral as variáveis reais que afetaram o investimento produtivo foram a taxa de lucro operacional e o custo do endividamento, sendo que a primeira (segunda) afetou positivamente (negativamente). Dentre as variáveis financeiras tem-se que a taxa de endividamento e a taxa de pagamento financeiro afetaram o investimento produtivo de forma negativa.

A partir dos coeficientes de curto prazo do modelo 1 da Tabela 2 foram calculados os coeficientes de longo prazo (Tabela 3). Como esperado, observa-se que o lucro operacional afeta positivamente o investimento produtivo no longo prazo. Além de ser uma fonte de financiamento que tende a ser mais barata que os recursos de terceiros, o lucro operacional funciona como um incentivo para a ampliação da capacidade produtiva. Por outro lado, o endividamento prejudica o investimento produtivo das empresas no longo prazo, sugerindo que esses recursos não são captados para financiar a expansão da capacidade produtiva e que podem ser usados para outras finalidades, tais como fazer aplicações financeiras e/ou pagamentos aos acionistas. Esse resultado

indica que existe um processo de financeirização na economia brasileira. O custo desse endividamento e a realização de pagamentos financeiros também afetam negativamente o investimento produtivo no longo prazo, o que reforça a existência desse processo de financeirização e seu efeito negativo sobre o setor produtivo da economia. O custo da dívida prejudica o investimento produtivo por meio da redução de recursos disponíveis para a expansão do imobilizado. A remuneração aos acionistas também prejudica o investimento produtivo no longo prazo por reduzir os recursos disponíveis para investir e por acabar determinando à preferência da empresa por retornos de curto prazo, o que é incompatível com o investimento produtivo e a expansão produtiva no longo prazo.

**Tabela 3 – Efeito da financeirização sobre o investimento produtivo no Brasil no longo prazo**

Variável	Coefficientes de longo prazo	p-valor
Capacidade Produtiva $t_{-1}$	-0,0019	(0,352)
Lucro Operacional $t_{-1}$	0,0068**	(0,048)
Endividamento $t_{-1}$	-0,0288**	(0,014)
Custo do Endividamento $t_{-1}$	-0,5294*	(0,055)
Pagamento Financeiro $t_{-1}$	-0,0082*	(0,059)
Aplicação Financeira $t_{-1}$	0,1591	(0,343)
Receita Financeira $t_{-1}$	0,1736	(0,593)

Nota: P-valor entre parênteses, sendo \*\*\*<0,01, \*\*<0,05, \*<0,1.

Fonte: Elaboração própria, utilizando o *Stata*.

Assim, tem-se que a financeirização afetou negativamente o investimento produtivo por meio do aumento do endividamento e dos pagamentos financeiros, pois um aumento do pagamento de juros sobre o capital de terceiros, juros sobre o capital próprio e dividendos reduziram os recursos disponíveis para a realização do investimento produtivo. Já o aumento das aplicações e das receitas financeiras não afetou o investimento produtivo de forma significativa.

Esse resultado sugere um impacto negativo da financeirização sobre o investimento produtivo das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto para o período de 2010-2016. Branco (2010) encontrou resultados similares para o período de 1995 a 2007, de forma que o presente artigo mostra que a financeirização continua impactando negativamente o investimento em capital fixo no período mais recente.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os resultados encontrados nesse trabalho suportam a hipótese de que existe um processo de financeirização nas empresas brasileiras e que esse fenômeno impacta negativamente o investimento produtivo.

O efeito negativo da taxa de endividamento sobre o crescimento do imobilizado, por exemplo, sugere que as empresas podem estar contraindo dívida para financiar a distribuição de riqueza ao acionista, para transformar dívidas de curto prazo em dívidas de longo prazo e/ou atividades financeiras. Esse fenômeno mostra que existe um processo de financeirização nas empresas brasileiras e que esse fenômeno impacta negativamente o investimento produtivo.

Por outro lado, o efeito negativo do custo do capital sobre o investimento produtivo pode ser decorrência do próprio aumento do endividamento, gerando um fluxo maior de recursos para pagamento da dívida, ou ao aumento do custo de captação desses recursos, o que também aumenta o volume de recursos para os credores. Quanto maior a distribuição de recursos para os credores, menor a disponibilidade de caixa para compra de ativo fixo.

Já o efeito negativo do pagamento de dividendos e juros sobre capital próprio indica que a gestão das empresas brasileiras pode ser caracterizada pelo princípio da maximização da riqueza do acionista, o que também reforça a presença da financeirização nas empresas brasileiras. Ou seja, como apontado pela literatura, a distribuição de riqueza aos acionistas reduz os recursos para compra de ativos fixos, prejudicando o crescimento das empresas e do país.

Em resumo, os resultados encontrados permitem concluir, mesmo que preliminarmente, que o processo de financeirização está presente nas empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto, sendo estas orientadas pelo princípio da maximização da riqueza do acionista e que a financeirização destas empresas teve efeito negativo sobre sua taxa de investimento produtivo.

Evidentemente, se reconhece as limitações do modelo estimado. Outros testes de robustez e/ou novos exercícios devem ser realizados. Particularmente, indicamos como estudos futuros: i) uma análise mais aprofundada em relação aos efeitos que as variáveis “taxa de aplicação financeira” e “taxa de receita financeira” tem sobre o investimento produtivo, considerando que, no Brasil, os títulos públicos asseguram, simultaneamente, elevados rendimento e liquidez; e, ii) uma análise mais aprofundada sobre a importância das finanças e o seu efeito sobre o investimento produtivo considerando mais detalhadamente o porte das empresas.

## REFERÊNCIAS

- AGLIETTA, M. Shareholder value and corporate governance: some tricky questions. *Economy and Society*, v. 29, n. 1, p. 146-159, 2000. DOI: <https://doi.org/10.1080/030851400360596>.
- ATTÍLIO, L. A.; CAVALCANTE, A. Empresas não-financeiras e o impacto da estratégia shareholder value sobre o emprego no Brasil. *Revista Análise Econômica*, v. 37, n. 73, p. 175-209, 2019.
- BATT, R.; APPELBAUM, E. The impact of financialization on management and employment outcomes. *Upjohn Institute Working Paper*, v. 13, n. 191, 2013, p. 1-45. DOI: <https://doi.org/10.17848/wp13-191>.
- BECKER, J. et al. Peripheral financialization and vulnerability to crisis: a regulationist perspective. *Competition & Change*, v. 14, n. 3-4, p. 225-247, 2010. DOI: <https://doi.org/10.1179/102452910X12837703615337>.
- BERLE, A. A.; MEANS, G. C. *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan, 1932.
- BONIZZI, B. Financialization in developing and emerging countries: a survey. *International Journal of Political Economy*, v. 42, n. 4, p. 83-107, 2013. DOI: <https://doi.org/10.2753/IJP0891-1916420405>.
- BONIZZI, B.; KALTENBRUNNER, A.; POWELL, J. Subordinate financialization in emerging capitalist economies. *Greenwich Papers in Political Economy*, p. 1-16, 2019. Disponível em: <https://gala.gre.ac.uk/id/eprint/23044/13/23044%20POWELL%20Subordinate%20financialization%20GPC%20WP%20BKP%20v2%20050319.pdf>. Acesso em: 14 mar. 2022.
- BOYER, R. Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? a preliminary analysis. *Economy and Society*, v. 29, n. 1, p. 111-145, 2000. DOI: <https://doi.org/10.1080/030851400360587>.
- BOYER, R. *Teoria da regulação: Os fundamentos*. São Paulo: Estação Liberdade, 2009.
- BRAGA, J. C. S. A financeirização da riqueza: a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismos centrais. *Economia e Sociedade*, v. 2, n. 1, p. 25-57, 2016.
- BRAGA, J. C. S. Financeirização global: padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (Orgs.). *Poder e dinheiro: Uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997.
- BRAGA, J. C.; OLIVEIRA, G. C., WOLF, P. J. W., PALLUDETTO, A. W. A., DEOS, S. S. For a political economy of financialization: theory and evidence. *Economia e Sociedade*. 2017; v. 26, número especial, p. 829-856, 2017.
- BRANCO, I. K. C. *Financeirização e acumulação de capital no Brasil: 1995-2007*. 89 f. Dissertação (Mestrado em Economia do Desenvolvimento) – Faculdade de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul, Rio Grande do Sul, 2010.
- BRASIL - RECEITA FEDERAL. *Perguntas e respostas: simples nacional*. [S. l.] Ministério da Economia, 2022. Disponível em: <http://www8.receita.fazenda.gov.br/SimplesNacional/Arquivos/manual/PerguntaoSN.pdf>. Acesso em: 22 mar. 2022.
- BRUNO, M. A. P. *Acumulação de capital, distribuição e crescimento econômico no Brasil: Uma análise dos determinantes de longo prazo*. Rio de Janeiro: IPEA, 2008.

- BRUNO, M.; CAFFÉ, R. Indicadores macroeconômicos de financeirização: metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil. In: BRUNO, M. (Org.). *População, espaço e sustentabilidade: Contribuições para o desenvolvimento do Brasil*. Rio de Janeiro: Escola Nacional de Ciências Estatísticas, 2015. p. 35-61.
- BRUNO, M.; DIAWARA, H; ARAÚJO, E.; REIS, A. C.; RUBNES M. Finance-led growth regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. *Revista de Economia Política*, v. 31, n. 5 (125), p.730-750, 2011.
- CHESNAIS, F. Mundialização: o capital financeiro no comando. *Revista Outubro*, v. 5, p. 7-28, 2001. Disponível em: <http://outbrotrevista.com.br/wp-content/uploads/2015/02/Revista-Outubro-Edic%CC%A7a%CC%83o-5-Artigo-02.pdf>. Acesso em: 14 mar. 2022.
- CHESNAIS, F. *A mundialização do capital*. São Paulo: Xamã, 1996.
- CICCOLO JÚNIOR, J. H.; BAUM, C. F. Changes in the balance sheet of the US manufacturing sector, 1926-1977. In: FRIEDMAN, B. M. (Ed.). *Corporate capital structures in the United States*. Chicago: University of Chicago Press, 1985. p. 81-116.
- COUTINHO, L.; BELLUZZO, L. G. “Financeirização” da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. *Economia e Sociedade*, v. 7, n. 2, p. 137-150, 2016.
- CORRÊA, M. F.; LEMOS, P. M.; FEIJÓ, C. Financeirização, empresas não financeiras e o ciclo econômico recente da economia brasileira. *Economia e Sociedade*, v. 26, n. especial, p. 1127-1148, 2017. Disponível em: <https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/3586/11Feijo.pdf>. Acesso em: 14 mar. 2022.
- CRANE, A.; MICHENAUD, S. e WESTON, J. The effect of institutional ownership on payout policy: evidence from index thresholds. *Review of Financial Studies*, v. 29, n. 6, p. 377-1408, 2016. DOI: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw012>.
- CROTTY, J. The neoliberal paradox: the impact of destructive product market competition and impatient finance on nonfinancial corporations in the neoliberal era. *Review of Radical Political Economics*, v. 35, n. 3, p. 271-279, 2003. DOI: 10.1177/0486613403255533.
- DAVIS, L. E. Financialization and the non-financial corporation: an investigation of firm-level investment behavior in the United States. *Metroeconomica*, v. 69, n. 1, p. 270-307, 2018. DOI: <https://doi.org/10.1111/meca.12179>.
- DAVIS, A.; WALSH, C. The role of the state in the financialisation of the UK economy. *Political Studies*, v. 64, n. 3, p. 666-682, 2015. DOI: <https://doi.org/10.1111/1467-9248.12198>.
- DEMIR, F. Financial liberalization, private investment and portfolio choice: financialization of real sectors in emerging markets. *Journal of Development Economics*, v. 88, n. 2, p. 314-324, 2009. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2008.04.002>.
- DORE, R. Financialization of the global economy. *Industrial and Corporate Change*, v. 17, n. 6, p. 1097-1112, 2008. DOI: <https://doi.org/10.1093/icc/dtn041>.
- DUMÉNIL, G.; LÉVY, D. Costs and benefits of neoliberalism: a class analysis. In: EPSTEIN, G. A. (Ed.). *Financialization and the world economy*. Cheltenham: Edward Elgar, p.17-45, 2005.
- EVANS, J.; HABBARD, P. From shareholder value to private equity: The changing face of financialisation of the economy. *Transfer: European Review of Labour and Research*, v. 14, n. 1, p. 63-75, 2008.

- FARHI, M.; BORGHI, R. A. Z. Operations with financial derivatives of corporations from emerging economies. *Estudos Avançados*, v. 23, n. 66, p. 169–88, 2009. DOI: <https://doi.org/10.1590/S0103-40142009000200013>.
- FEIJÓ, C.; LAMÔNICA, M. T.; BASTOS, J. C. A. Why does the investment rate not increase? Capital accumulation and stabilization policy in the 1990s and 2000s in Brazil. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 39, n. 4, p. 539-561, 2016. DOI: <https://doi.org/10.1080/01603477.2016.1148616>.
- FERNANDEZ, R.; AALBERS, M. B. Financialization and housing: between globalization and varieties of capitalism. *Competition & Change*, v. 20, n. 2, p. 71-88, 2016. DOI: <https://doi.org/10.1177/1024529415623916>.
- FICHTNER, J. The rise of institutional investors. In: MADER, P.; MERTENS, D.; ZWAN, N. V. der. *The Routledge International Handbook of Financialization*. Nova York: Routledge, 2020. p. 265-275.
- FONSECA, C. V. C.; SILVEIRA, R. L. F. da; HIRATUKA, C. The influence of heterogeneous institutional investors on company strategies in emerging countries: evidence from Brazil. *Competition & Change*, v. 23, n. 5, p. 460-480, 2019. DOI: <https://doi.org/10.1177/1024529419871261>.
- GORGA, E. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed Ownership? evidence from Brazil and consequences for emerging countries. *Northwestern Journal of International Law and Business*, v. 29, p. 439-554, 2009.
- HARRIS, M.; RAVIV, A. Corporate control contest and capital structure. *Journal of Finance Economic*, v. 45, n. 2, p. 321-349, 1991. DOI: <https://doi.org/10.2307/2328697>.
- JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, v. 76, n. 2, p. 323-339, 1986. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1818789>. Acesso em: 14 mar. 2022.
- JENSEN, M. C. Value maximization and the corporate objective function. *Working Paper Harvard Business School*, 2000. Disponível em: [https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/00-058\\_f2896ba9-f272-40ca-aa8d-a7645f43a3a9.pdf](https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/00-058_f2896ba9-f272-40ca-aa8d-a7645f43a3a9.pdf). Acesso em: 14 mar. 2022.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
- KARWOWSKI, E.; STOCKHAMMER, E. Financialisation in emerging economies: a systematic overview and comparison with Anglo-Saxon economies. *Economic and Political Studies*, v. 5, n. 1, p. 60-86, 2017. DOI: <https://doi.org/10.1080/20954816.2016.1274520>.
- KALTENBRUNNER, A.; PAINCEIRA, J. P. Subordinated financial integration and financialisation in emerging capitalist economies: the Brazilian experience. *New Political Economy*, v. 23, n. 3, p. 1-24, 2017.
- LAZONICK, W.; O'SULLIVAN, M. Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and Society*, v. 29, n. 1, p. 13-35, 2000. DOI: <https://doi.org/10.1080/030851400360541>.

- LAPAVITSAS, C. Teorizing financialization. *Work, Employment and Society*, v. 25, n. 4, p. 611-626, 2011. DOI: <https://doi.org/10.1177/0950017011419708>.
- MASSÓ, M. The effects of government debt market financialization: the case of Spain. *Competition & Change*, v. 20, n. 3, p. 166-186, 2016. DOI: <https://doi.org/10.1177/1024529416636191>.
- MIRANDA, B. P. J.; MATOS, C. M. Financeirização e investimento produtivo: uma análise das empresas não financeiras do Novo Mercado da Bovespa. *Revista Econômica*, v. 18, n. 2, p. 1-29, 2016. Disponível em: <https://periodicos.uff.br/revistaeconomica/article/view/35007/20261>. Acesso em: 14 mar. 2021.
- MIRANDA, B. P. J.; CROCCO, M.; SANTOS, F. B. T. Financeirização e governança corporativa: um estudo sobre a estrutura de controle das empresas não-financeiras do Novo Mercado da BM&FBovespa. *Brazilian Keynesian Review*, v. 3, n. 1, p. 75-94, 2017. DOI: <https://doi.org/10.33834/bkr.v3i1.100>.
- OECD. *OECD - ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. Principles of corporate governance*. Paris: OECD, 2004. p. 69. Disponível em: <https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>. Acesso em: 14 mar. 2022.
- ORHANGAZI, Ö. Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: a theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973-2003. *Cambridge Journal of Economics*, v. 32, n. 6, p. 863-886, 2008. DOI: <https://doi.org/10.1093/cje/ben009>.
- PALLEY, T. Financialization: What it is and why it matters. In: FINANCE-LED CAPITALISM? MACROECONOMIC EFFECTS OF CHANGES ON THE FINANCIAL SECTOR. 2007. *Conference [...]*. New York: IMK at the Hans Boeckler Foundation, Macroeconomic Policy Institute, 2008.
- PAPKE, L. E.; WOOLDRIDGE, J. M. A computational trick for delta-method standard errors. *Economics Letters*, v. 86, n. 3, p. 413-417, 2005. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2004.07.022>.
- PAULA, L. F.; MEYER, T. R. Financialization and investment in Brazil in 1995-2017. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA: DESAFIOS PARA A ECONOMIA BRASILEIRA: UMA PERSPECTIVA KEYNESIANA, 11., 2018, Porto Alegre. *Anais [...]*. Porto Alegre: Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, p. 1-17, 2018.
- ROODMAN, D. How to do xtabond2: an introduction to 'difference'and 'system. GMM in STATA'. *Stata Journal*, v. 9, n. 1, p. 86-136, 2009. Disponível em: <https://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.1177/1536867X0900900106>. Acesso em: 14 mar. 2022.
- STOCKHAMMER, E. Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, v. 28, n. 5, p. 719-741, 2004.
- STOCKHAMMER, E. Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime. *Competition and Change*, v. 12, n. 2, p. 184-202, 2008.
- TORI, D.; ONARAN, Ö. The effects of financialization on investment: evidence from firm-level data for the UK. *Cambridge Journal of Economics*, v. 42, n. 5, p. 1393-1416, 2016. DOI: <https://doi.org/10.1093/cje/bex085>.
- WILLIAMS, K. From shareholder value to present-day capitalism. *Economy and Society*, v. 29, n. 1, p. 1-12, 2000. DOI: <https://doi.org/10.1080/030851400360532>.