

UNIVERSIDADE FEDERAL DE ALFENAS

ISABELLA OLIVEIRA MARTINS

**O IMPACTO DA FINANCEIRIZAÇÃO NO INVESTIMENTO PRODUTIVO
DAS EMPRESAS NÃO-FINANCEIRAS: UM ESTUDO DE CASO PARA O
BRASIL NO PERÍODO DE 2010-2016**

Varginha/MG

2019

ISABELLA OLIVEIRA MARTINS

**O IMPACTO DA FINANCEIRIZAÇÃO NO INVESTIMENTO PRODUTIVO
DAS EMPRESAS NÃO-FINANCEIRAS: UM ESTUDO DE CASO PARA O
BRASIL NO PERÍODO DE 2010-2016**

Dissertação apresentada como parte dos requisitos para obtenção do título de Mestre em Economia pela Universidade Federal de Alfenas, *campus* Varginha. Área de concentração: Economia e Desenvolvimento.

Orientador: Prof. Dr. Bernardo Pádua Jardim de Miranda.

Coorientadora: Profa. Dra. Cirlene Maria de Matos

Varginha/MG

2019

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
Sistema de Bibliotecas da Universidade Federal de Alfenas
Biblioteca *campus* Varginha

Martins, Isabella Oliveira.

M386i O impacto da financeirização no investimento produtivo das empresas não-financeiras: um estudo de caso para o Brasil no período 2010-2016 / Isabella Oliveira Martins. - Varginha, MG, 2019.
69 f. : il. -

Orientador: Bernardo Pádua Jardim de Miranda.

Coorientadora: Cirlene Maria de Matos.

Dissertação (mestrado em Economia) - Universidade Federal de Alfenas, *campus* Varginha, 2019.

Bibliografia.

1. Economia. 2. Economia brasileira. 3. Desenvolvimento econômico. 4. Governança corporativa. I. Miranda, Bernardo Pádua Jardim de. II. Matos, Cirlene Maria de. III. Título.

CDD – 338.981

ISABELLA OLIVEIRA MARTINS

**O IMPACTO DA FINANCEIRIZAÇÃO NO INVESTIMENTO PRODUTIVO DAS
EMPRESAS NÃO-FINANCEIRAS: UM ESTUDO DE CASO PARA O BRASIL NO
PERÍODO DE 2010-2016**

A Banca examinadora abaixo-assinada aprova a dissertação apresentada como parte dos requisitos para obtenção do título de Mestre em Economia pela Universidade Federal de Alfenas, Campus Varginha. Área de concentração: Economia e Desenvolvimento.

Aprovada em: 11/12/2019.


Prof. Dr. Bernardo Pádua Jardim de Miranda
Universidade Federal de Alfenas


Assinatura:

Prof.^a Dr.^a Cirlene Maris de Matos
Universidade Federal de Alfenas


Assinatura:

Prof.^a Dr.^a Alinne Alvim Franchini
Universidade Federal de Alfenas


Assinatura:

Prof. Dr. Anderson Tadeu Marques Cavalcante
Universidade Federal de Minas Gerais


Assinatura:

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente à Deus por ter me dado forças para continuar perante as dificuldades mesmo quando eu achava que já não conseguiria mais prosseguir.

Agradeço à minha família mais próxima por ter me apoiado durante todo o processo. Meu pai, que sempre foi meu grande incentivador nos estudos, me ajudando com o que eu precisava, seja com um notebook novo para enfrentar o mestrado, um kindle para auxiliar na leitura dos artigos, dinheiro para os gastos com congresso ou motivação nos momentos de desânimo. Minha mãe, que mesmo não entendendo perfeitamente a dimensão e a importância do que eu estava fazendo, foi paciente com a minha falta de tempo para ajudar nos afazeres domésticos e com o meu mau humor causado pelo excesso de preocupação. Minha irmã, que sempre foi minha confidente e fez de tudo para me auxiliar no que quer que eu precisasse. Meu tio Rogério que, assim como meu pai, sempre me incentivou a estudar e mostrou interesse em ler todos os artigos enviados para congresso ou revistas.

Agradeço ainda ao restante dos meus familiares que, mesmo morando em outras cidades, sempre demonstraram orgulho do caminho que eu estava trilhando e foram compreensivos com os domingos em que eu não pude ir visitá-los devido aos estudos.

Agradeço ao meu orientador, Bernardo, por ter me auxiliado não só no mestrado, mas também na graduação, sendo ele uma das pessoas que me incentivou a entrar no mestrado. Agradeço a ele por ter acreditado no meu potencial mesmo nas ocasiões em que eu mesma não acreditava e ainda por todas as contribuições dadas no trabalho. Com certeza aprendi muito com ele.

Agradeço também à minha coorientadora, Cirlene, que possuiu uma boa vontade e uma calma tão grande ao me explicar a metodologia usada e ao me auxiliar no uso do *Stata*. Eu provavelmente não teria conseguido enfrentar a parte econométrica sem a sua ajuda.

Agradeço ainda aos professores Anderson Cavalcante e Thiago Gambi que foram da minha banca de qualificação e fizeram contribuições que auxiliaram muito no término da dissertação.

Por último, mas não menos importante, gostaria de agradecer também ao Programa de Pós-Graduação em Economia da UNIFAL/MG pela oportunidade de ter cursado o mestrado e a todos os professores do programa pelos ensinamentos passados.

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001.

RESUMO

A financeirização é um fenômeno que pôde ser observado nos Estados Unidos a partir da década de 1970. Já na economia brasileira esse processo pode ser dividido em duas fases, sendo a primeira chamada de “hiperinflação”, que prevaleceu dos anos 1970 a 1993, e a segunda denominada “hiperjuros”, que se iniciou em 1994 com a implementação do Plano Real. Para fins dessa dissertação a financeirização foi definida como a elevação da atividade financeira das empresas não-financeiras e a ascensão da Governança Corporativa focada na maximização da riqueza do acionista. O objetivo desse trabalho foi demonstrar os impactos da financeirização sobre o investimento produtivo das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto por meio do uso de dados contábeis-financeiros de 257 empresas para o período de 2010-2016. Para que o objetivo do trabalho fosse alcançado foram calculados alguns indicadores e fez-se a estimação de modelos dinâmicos de dados em painel, calculados através do GMM. Como resultados dos indicadores tem-se que vem ocorrendo uma queda do investimento em capital fixo; aumento da dependência das empresas produtivas com relação à receita financeira; elevação no endividamento das empresas. Já no que diz respeito aos resultados dos modelos econométricos teve-se que as variáveis reais que afetaram o investimento produtivo foram a taxa de lucro operacional e o custo do endividamento, a primeira afetando positivamente e a última afetando negativamente o investimento em capital fixo. Já como variáveis financeiras tem-se que a taxa de endividamento e a taxa de pagamento financeiro afetaram o investimento produtivo de forma negativa. Assim, tem-se que a financeirização afetou negativamente o investimento produtivo por meio do aumento do endividamento e do pagamento financeiro, pois um aumento do pagamento de juros sob capital de terceiros, juros sob o capital próprio e dividendos diminuiu os recursos disponíveis para a realização do investimento produtivo.

Palavras-chave: Financeirização. Governança Corporativa. Investimento Produtivo.

ABSTRACT

Financialization is a phenomenon that could have been observed in the United States since the 1970s. In the Brazilian economy this process can be divided into two phases, the first called "hyperinflation", which prevailed from 1970 to 1993, and the second named "hyper interest", which began in 1994 with the implementation of the Real Plan. For the purposes of this dissertation, financialization was defined as the increase of the financial activity of non-financial companies and the rise of Corporate Governance focused on maximizing shareholder wealth. The objective of this study was to demonstrate the impacts of financialization on the productive investment of non-financial Brazilian companies through the use of financial-accounting data of 257 companies from 2010 to 2016. In order to achieve the objective some indicators were calculated and dynamic panel data models were estimated using GMM. As results of the indicators it follows that it has been occurring a fall in fixed capital investment; an increased on the dependence of financial revenue from productive companies; an elevation in corporate indebtedness. Regarding the results of the econometric models, the real variables that affected productive investment were the operational profit rate and the cost of indebtedness, the former positively affecting and the latter negatively affecting fixed capital investment. Concerning the financial variables, the debt ratio and the financial payment rate affected the productive investment in a negative and significant way. Thus, financialization has negatively affected productive investment by increasing indebtedness and financial payment because an increase in the payment of debt interest, interest on equity and dividends has reduced the resources available for the realization. of productive investment. However, the increase in financial investments and financial revenues did not affect productive investment significantly.

Key words: Financialization. Corporate Governance. Productive Investment.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Síntese dos estudos empíricos a respeito do impacto da financeirização no investimento produtivo em nível mundial.....	24
Quadro 2 - Síntese dos estudos empíricos a respeito do impacto da financeirização no investimento produtivo brasileiro.....	37
Quadro 3 - Descrição das variáveis utilizadas no modelo econométrico.....	40
Quadro 4 - Listagem das empresas utilizadas no trabalho	67

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estatísticas descritivas das variáveis do modelo	47
Tabela 2 - Média anual das variáveis reais determinantes do investimento produtivo	48
Tabela 3 - Média anual das variáveis financeiras determinantes do investimento produtivo ..	48
Tabela 4 - Resultado médio anual da participação do Imobilizado (IMO) no Ativo Total (AT) e Ativo Não Circulante (ANC).....	49
Tabela 5 - Resultado médio anual da razão entre Receita Operacional (RO), Receita Financeira (RF), e Lucro Operacional (LO) no Ativo Total (AT).....	50
Tabela 6 - Resultado médio anual da participação da Receita Financeira (RF) no Lucro Bruto (LB) e na Receita Operacional (RO)	51
Tabela 7 - Resultado médio anual da razão entre o Passivo Total (PT) e o Patrimônio Líquido (PL), o Passivo Circulante (PC) e o Passivo Total (PT) e o Passivo Oneroso (PO) e o Patrimônio Líquido	52
Tabela 8 - Resultado dos 4 modelos estimados por meio do <i>System GMM</i> para todas as empresas da amostra	54
Tabela 9 - Resultado das estimações por meio do <i>System GMM</i> , excluindo as empresas Vale e Petrobrás.....	69

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	10
2	A FINANCEIRIZAÇÃO DA ECONOMIA	13
2.1	GOVERNANÇA CORPORATIVA E A TEORIA DA AGÊNCIA	13
2.2	ESTRATÉGIA DE MAXIMIZAÇÃO DO VALOR AO ACIONISTA	15
2.3	DEFINIÇÃO DE FINANCEIRIZAÇÃO	16
2.4	CONSEQUÊNCIAS DA FINANCEIRIZAÇÃO	18
2.5	REVISÃO DA LITERATURA EMPÍRICA EM NÍVEL MUNDIAL	20
3	A FINANCEIRIZAÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA	26
3.1	A FINANCEIRIZAÇÃO NOS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO	26
3.2	A ECONOMIA BRASILEIRA NO PERÍODO DE 1990 A 2016	28
3.3	INÍCIO E CONSEQUÊNCIAS DA FINANCEIRIZAÇÃO NO BRASIL	31
3.4	REVISÃO DA LITERATURA EMPÍRICA PARA O BRASIL	34
4	METODOLOGIA	38
4.1	BANCO DE DADOS	38
4.2	ESPECIFICAÇÃO DOS INDICADORES	38
4.3	ESPECIFICAÇÃO DAS VARIÁVEIS	39
4.4	ESPECIFICAÇÃO DO MODELO ECONOMÉTRICO	41
4.5	<i>GENERALIZED METHOD OF MOMENTS</i> (GMM)	43
4.6	MODELOS ECONOMÉTRICOS ESTIMADOS	44
5	ANÁLISE DOS RESULTADOS	47
5.1	ANÁLISE DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS	47
5.2	INDICADORES	49
5.2.1	Indicadores de Investimento em Capital Fixo	49
5.2.2	Indicadores do Nível de Receita Financeira	50
5.2.3	Indicadores de Endividamento	51
5.3	ESTIMATIVA ECONOMÉTRICA	53
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS	59
	REFERÊNCIAS	62
	APÊNDICES	67

1 INTRODUÇÃO

De acordo com Massó (2016), os estudiosos definem a financeirização dentro de três categorias distintas: a primeira considera a financeirização como um novo regime de acumulação, que surgiu devido à queda da produtividade no fim dos anos 1960; a segunda a enxerga como um novo conceito dentro das empresas, em que a Governança Corporativa se direciona para a maximização do valor do acionista; a terceira considera a financeirização da vida cotidiana, analisando a participação dos indivíduos no mercado financeiro e a criação de novos valores associados ao risco e ao endividamento. Na presente dissertação, considera-se a visão de financeirização de acordo com a segunda categoria. Dessa forma, a financeirização foi aqui definida como *a elevação da atividade financeira das empresas não-financeiras e a ascensão da Governança Corporativa focada na maximização da riqueza do acionista*.

O estudo da financeirização tem crescido nos anos recentes e há diferentes explicações para o surgimento desse fenômeno. Alguns estudiosos defendem que a crise industrial no ocidente, o fim do sistema de *Bretton Woods* e o surgimento do neoliberalismo foram fatores que possibilitaram a financeirização das economias. Já outros apontam a desregulamentação do sistema financeiro e o surgimento do investidor institucional como responsáveis pelo início desse processo.

Nos Estados Unidos a financeirização pôde ser percebida principalmente a partir dos anos 1970, em que ocorreram mudanças na orientação estratégica dos gestores na alocação dos recursos da empresa: passou-se do “reter e investir” para o “diminuir 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, e aumentam a distribuição de dividendos como forma de elevar o retorno do capital próprio e manter o preço das ações. Além do aumento no pagamento de dividendos, a distribuição de ganhos aos acionistas também se deu por meio da política de recompra de ações das empresas. Esse *boom* no mercado de ações fez com que as corporações tivessem menos incentivos para realizar investimento produtivo, não disponibilizando assim capital para a indústria (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000).

No que diz respeito ao processo de financeirização da economia brasileira, Bruno e Caffé (2015) identificaram duas fases desse processo. A primeira fase foi chamada de “hiperinflação”, que prevaleceu dos anos 1970 a 1993, em que a acumulação rentista-financeira se iniciou, por meio dos ganhos inflacionários antes mesmo do processo de desregulamentação e abertura financeira e comercial. Já a segunda fase, denominada “hiperjuros”, se iniciou em 1994 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 adotados no período.

Trabalhos empíricos mostram que a financeirização pode impactar no investimento produtivo das empresas sendo que a maioria desses estudos encontrou uma relação negativa entre financeirização e investimento em capital fixo a nível mundial. Dada a importância do investimento produtivo para a economia como um todo o objetivo desse trabalho é demonstrar os impactos da financeirização sobre o investimento produtivo das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto, por meio do uso de dados contábeis-financeiros, no período de 2010-2016. Para que o objetivo do trabalho seja alcançado serão calculados inicialmente alguns indicadores no intuito de verificar a dinâmica da taxa de investimento, taxa de endividamento e nível de receita financeira das empresas não-financeiras brasileiras. Será feita ainda a estimação de Modelos dinâmicos de dados em painel, calculados através do GMM, para os anos de 2010-2016 na intenção de verificar a relação entre financeirização e investimento em capital fixo.

A presente dissertação está dividida em seis capítulos. O primeiro faz uma introdução do tema; o segundo e o terceiro capítulo abordam o referencial teórico e empírico relacionados à financeirização, tanto a nível mundial quanto para o Brasil; o quarto e o quinto capítulo apresentam a parte empírica do trabalho e no último são feitas as considerações finais. Cada um dos capítulos, com exceção da introdução e das considerações finais, será explicado com mais detalhes abaixo.

O segundo capítulo trata da financeirização da economia e para tal aborda a relação entre Governança Corporativa, Teoria da Agência e financeirização; discorre sobre a estratégia de maximização do valor ao acionista; traz distintas definições do termo; evidencia as consequências da financeirização; faz uma revisão dos principais estudos empíricos que discorrem sobre o impacto da financeirização no investimento produtivo a nível mundial.

O terceiro capítulo por sua vez trata da financeirização da economia brasileira e para tal discute as peculiaridades da financeirização nos países em desenvolvimento; retoma o cenário econômico e financeiro dos anos 1990 até os anos 2016; aborda o início as consequências da financeirização no Brasil; faz uma revisão dos principais estudos empíricos que discorrem a respeito dos impactos da financeirização no investimento produtivo brasileiro.

Já o capítulo quatro discorre sobre o banco de dados utilizado; especifica quais são os indicadores calculados; define as variáveis usadas, explica o método econométrico aplicado; evidencia os modelos econométricos estimados. O capítulo cinco, por sua vez, mostra os

resultados indicadores de investimento, de endividamento e de nível das aplicações financeiras; apresenta e discute o resultado da estimativa econométrica.

Os resultados da presente dissertação evidenciaram o impacto negativo e significativo da financeirização sobre o investimento produtivo das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto para o período de 2010-2016. Essa conclusão vai em consonância com a teoria abordada no trabalho e com os resultados apresentados por Castelo Branco (2010) para o período de 1995 a 2007, indicando assim que a financeirização continua impactando negativamente o investimento em capital fixo no período mais recente.

2 A FINANCEIRIZAÇÃO DA ECONOMIA

O presente capítulo explica o conceito de Governança Corporativa abordando também a Teoria da Agência; trata da estratégia de maximização do valor ao acionista, que discorre a respeito da maximização do lucro do acionista sendo o foco dos gestores das empresa; define financeirização de acordo com diversos autores estabelecendo a definição utilizada para fins dessa dissertação; analisa as consequências da financeirização e por fim mostra os resultados dos estudos empíricos que estudaram o impacto da financeirização no setor produtivo a nível mundial.

2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA E A TEORIA DA AGÊNCIA

A abordagem da Governança Corporativa (GC) focada na Teoria da Agência está intimamente relacionada à definição de financeirização utilizada no trabalho, sendo ela: *a elevação da atividade financeira das empresas não-financeiras e a ascensão da Governança Corporativa focada na maximização da riqueza do acionista.*

Entende-se Governança Corporativa como um conjunto de regras, internacionalmente reconhecidas, que tratam do controle interno e externo às empresas. Essas regras visam garantir maior transparência, minimização de riscos de perdas e maximização do retorno em benefício dos acionistas. Dentro das empresas a GC trata da relação entre diretores, conselho de administração, acionistas e demais partes interessadas - como funcionários e credores (OCDE, 2004).

A GC tem a função de promover a eficiência corporativa, interpretada como a maximização do lucro do acionista, e controlar o risco financeiro e não-financeiro das suas atividades (SHLEIFER; VISHNY, 1997). As práticas desse tipo de governança contribuem para o crescimento e estabilidade financeira das firmas por meio da eficiência econômica, integridade do mercado financeiro e sustentação da confiança do mercado.

São várias as condutas sugeridas pelos princípios da GC, tais como a melhora da transparência; a adoção de um padrão de contabilidade confiável e aceito internacionalmente; o fomento a equidade de tratamento entre os acionistas; o consentimento para que auditorias independentes sejam realizadas; a promoção de eleições para membros do conselho de administração independente; a manutenção de um mínimo de ações em circulação no mercado de capitais, dentre outras medidas (OCDE, 2004).

Assim, espera-se que empresas com níveis mais altos de GC sejam mais financeirizadas devido às condutas sugeridas pelos seus princípios que incentivam que os gestores tomem decisões que maximizem a riqueza dos acionistas. Tal fato foi constatado para o Brasil por Castelo Branco (2010) para os anos de 1993-2007 e será verificado para o período mais recente na presente dissertação.

A teoria da agência vai de encontro com os princípios da GC. Essa teoria trata da relação agente-principal, estabelecendo que o acionista é o principal ao passo que o gestor é o agente. Diversos autores dessa teoria como Jensen e Meckling (1976), Fama e Jensen (1983), Jensen (1986) e Harris e Raviv (1991), Klein (1983) e Hart e Moore (1998) defendem que os administradores tomam suas decisões de gestão de forma a atender os seus interesses e não os interesses dos acionistas, gerando assim um conflito entre o agente e o principal. Esses conflitos geram custos para as empresas, como por exemplo custos para a elaboração de contratos que garantam um determinado comportamento do administrador ou custos com incentivos financeiros para que os administradores tomem decisões que maximizem a utilidade do acionista. Esses custos são chamados de “Custos de Agência”.

Jensen e Meckling (1976) enxergam a empresa como um “*nexus*” de contratos e de relações de propriedade de forma que o comportamento do gestor depende de como esses contratos são elaborados. Com isso, tem-se que as empresas são criadas com uma estrutura contratual que especifica as obrigações e os incentivos dos gestores buscando assim diminuir o comportamento oportunista do agente e consequentemente os custos de agência.

Para Jensen (1986) e Harris e Raviv (1991) o agente se comporta de forma oportunista quando há folga financeira, ou seja, quando há excesso de recursos financeiros. Nessa situação o gestor tem incentivos para utilizar mal os recursos econômicos da empresa de forma a maximizar a sua própria utilidade e não a utilidade dos acionistas. Assim, políticas que reduzem o excesso de caixa livre- como a recompra de ações, o endividamento, ou a distribuição de dividendos- devem ser adotadas como forma de reduzir o problema de agência.

Portanto, tem-se que no ambiente institucional nos anos 1970, incentivos foram criados para que os gestores passassem a tomar decisões que priorizassem o interesse dos acionistas e não os seus próprios. Todavia, essas medidas incorrem em custos para o principal e esses custos são chamados de Custos de Agência, que incluem custos referentes à elaboração de contratos, monitoramento e concessão de garantias no intuito de conduzir as decisões do gestor em direção à maximização do valor aos acionistas.

2.2 ESTRATÉGIA DE MAXIMIZAÇÃO DO VALOR AO ACIONISTA

Os anos que compreendem o fim da segunda guerra mundial e o início da década de 1970 ficaram conhecidos como “anos dourados do capitalismo”. Esse foi um período de estabilidade e crescimento econômico, em que o quadro institucional prevalente na economia se baseava nos seguintes pontos: a) sistema financeiro administrado, pois havia o controle das atividades rentistas e a manutenção de um baixo custo do capital; b) relação salarial fordista; c) políticas macroeconômicas voltadas para o pleno emprego (BOYER, 2009).

Ciccolo Júnior e Baum (1985) destacam ainda que nas décadas anteriores à 1980, as grandes corporações que dominavam a economia dos Estados Unidos, geravam receitas elevadas e alocavam seus recursos de acordo com o princípio de GC chamado de “reter e reinvestir”. Assim, os recursos gerados eram mantidos e investia-se o capital próprio proporcionando, dessa forma, a base financeira para o crescimento das empresas.

No entanto, nos anos 1960 e 1970, o princípio de reter e reinvestir começou a gerar problemas por dois motivos: o grande crescimento das organizações e o aumento de novos competidores. Nesse período ocorreu a internacionalização do sistema financeiro e das empresas, que passaram a exigir novas formas de organização. O crescimento das empresas, causado tanto pelo crescimento interno quanto pelas fusões e aquisições, fez com que os escritórios centrais ficassem muito distantes da linha de produção o que, a partir de 1960, começou a dificultar as decisões de alocação dos recursos e a elaboração de estratégias de reter e reinvestir. Tal fato resultou em uma performance ruim nos anos 1970, um ambiente macroeconômico instável e o aparecimento de novas fontes de competição internacional, especialmente do Japão (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000).

Como nos anos 1970 a maioria das indústrias manufatureiras dos Estados Unidos enfrentava esses problemas foi desenvolvida a abordagem da Governança Corporativa (GC) focada na Teoria da Agência. Os economistas financeiros defendem que quando o objetivo do gestor passa a ser maximizar a riqueza dos acionistas, todos - os trabalhadores, consumidores, fornecedores e distribuidores - são beneficiados, melhorando assim a performance da economia como um todo. Portanto, o mercado de capitais é visto, por esses autores, como a instituição mais eficiente na alocação dos recursos econômicos.

O aumento da participação do investidor institucional contribuiu de forma significativa para o movimento de aquisições hostis no período. A transferência dos investidores individuais para os investidores institucionais fez com que os acionistas tivessem um poder coletivo muito

maior para influenciar os retornos e o valor de mercado das suas ações (CHESNAIS, 2001; LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000).

De acordo com Crotty (2003), os investidores institucionais possuem como metas uma maior rentabilidade no curto prazo, um maior grau de 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, performance da empresa atrelada ao mercado de capitais e exigência de um retorno compatível com a rentabilidade do mercado financeiro.

Assim, houve uma mudança na orientação estratégica dos gestores na alocação dos recursos da empresa nos anos 1980 e principalmente na década de 1990, pois passou-se do reter e investir para o “reduzir 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, e aumentam a distribuição de dividendos como forma de aumentar o retorno do capital próprio e manter o preço das ações. Além do aumento no pagamento de dividendos, a distribuição de ganhos aos acionistas também se deu por meio da política de recompra de ações das empresas. Esse *boom* no mercado de ações fez com que as corporações tivessem menos incentivos para realizar investimento produtivo, não disponibilizando assim capital para a indústria (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000).

Chesnais (1996) e Fernandes (2009) defendem que a liberalização financeira atendeu aos interesses dos investidores institucionais e dos governos, que precisavam financiar o déficit público que se tornou crescente a partir dos anos 1970.

Portanto, tem-se que o processo de financeirização está relacionado à mudança na GC das empresas norte-americanas a partir da década de 1970, pois nesse período o foco da GC passa a ser priorizar a geração de valor para o acionista estimulando assim o investimento financeiro, pela maior rentabilidade apresentada por esse tipo de investimento no curto prazo.

2.3 DEFINIÇÃO DE FINANCEIRIZAÇÃO

Para que seja possível o entendimento dos impactos da financeirização no investimento produtivo das empresas faz-se necessário, primeiramente, o entendimento do surgimento e do significado do termo “financeirização”.

O estudo da financeirização tem crescido nos anos recentes e há, na literatura, diferentes explicações para o surgimento desse fenômeno. Alguns estudiosos defendem que a crise industrial no ocidente, o fim do sistema de *Bretton Woods* e o surgimento do neoliberalismo

foram fatores que aceleraram a financeirização das economias. Já outros apontam a desregulamentação do sistema financeiro e o surgimento do investidor institucional como responsáveis pelo início desse processo.

De acordo com Stockhammer (2004), a financeirização é um termo recente que capta as transformações no setor financeiro e a relação entre o setor financeiro e outros setores da economia. Contudo, não há uma definição acordada sobre o termo de forma que são várias as possíveis definições, pois a financeirização se torna não complexa que apenas um conceito não é suficiente para abranger todos os seus aspectos.

Para Aglietta (2000), Boyer (2000)¹ e Chesnais (2001), a financeirização consiste na supremacia das finanças direcionando e moldando a acumulação de capital das economias capitalistas. Portanto, a financeirização pode ser interpretada como uma nova forma de regulação em que se atribui um papel fundamental às variáveis e rendimentos financeiros no que diz respeito às decisões de investimento, consumo e produção. Esse papel regulador das finanças pode ser exercido pela fixação dos níveis das taxas de juros, determinação da parcela do lucro que será destinado ao investimento, privatização e desregulamentação.

De acordo com Lazonick e O'Sullivan (2000), a financeirização representa uma mudança na gestão das empresas que passam do “reter e investir” para o “reduzir e distribuir”. Com esse novo regime houve a queda da força de trabalho e uma maior distribuição de dividendos aos acionistas no intuito de manter elevado o preço das ações e aumentar o retorno do capital próprio.

Já Epstein (2001), Duménil e Lévy (2004), Stockhammer (2008)² usam o termo financeirização para designar a globalização da atividade financeira, o que engloba crescimento das empresas financeiras, aumento do envolvimento das empresas não-financeiras em operações financeiras e maior participação das famílias no mercado financeiro.

Segundo Palley (2007), Evans e Hubbard (2008) e Bruno e Caffé (2015), a financeirização é um processo no qual mercados e serviços financeiros passam a ser mais relevantes do que a economia real. A alta rentabilidade e a elevada liquidez desestimulam o investimento produtivo e promovem o comportamento rentista. De acordo com essa visão, a financeirização tem como principais impactos aumento da instabilidade econômica, elevação do foco em criar valor para o acionista, aumento da importância dos investidores institucionais,

¹ O autor definiu esse regime de supremacia das finanças como “*Finance-led growth regime*”.

² O autor criou o termo *Finance-dominated growth regime* para indicar que a financeirização está moldando o padrão de acumulação, o que pode ter efeitos positivos ou negativos sobre o crescimento econômico.

transferência de renda do setor real para o setor financeiro, aumento da desigualdade e estagnação salarial.

Pode-se perceber, nos parágrafos acima, que são várias as conceituações para o termo financeirização. Essas definições englobam as transformações ocorridas no setor financeiro e a forma como esse setor se conecta com outros setores da economia; uma nova forma de regulação, em que as variáveis financeiras impactam de forma significativa nas decisões econômicas; uma mudança na gestão das empresas, que começam a priorizar o rendimento do acionista; a globalização da atividade financeira, que passa a estar presente em cada vez mais famílias e empresas; a maior importância do setor financeiro com relação a economia real.

Para fins desse trabalho, a financeirização será definida como sendo “*a elevação da atividade financeira das empresas não-financeiras e a ascensão da Governança Corporativa focada na maximização da riqueza do acionista*”. Tem-se, como hipótese do trabalho, que essa nova forma de gestão tem reduzido os recursos líquidos que são direcionados para o investimento produtivo, pois as empresas estão buscando resultados de curto prazo, o que tem prejudicado o seu crescimento de longo prazo.

2.4 CONSEQUÊNCIAS DA FINANCEIRIZAÇÃO

Após a definição do termo financeirização, a discussão do início do processo de financeirização e a influência da GC e da Teoria da Agência no processo de financeirização da economia mundial, faz-se necessário o entendimento dos impactos da financeirização no investimento produtivo, na fragilidade da economia e no comportamento do gestor de acordo com diferentes autores.

De acordo com Keynes (1982), o capital circula por meio de dois circuitos: o financeiro e o monetário. O autor argumenta que o mercado de capitais pode ter efeitos ambíguos sobre o investimento produtivo, podendo afetar o estoque de capital de forma positiva ou negativa. Essa ambiguidade ocorre porque o retorno do investimento financeiro pode ser usado pela empresa para fazer investimento produtivo, o que impactaria positivamente na acumulação de capital³, ou para distribuir dividendos, o que seria prejudicial para o investimento fixo.

³ Davis (2018) encontrou como resultado do seu estudo empírico, para os Estados Unidos de 1971-2011, que o estoque de ativos financeiros teve uma relação positiva, tanto no curto quanto no longo prazo, com o investimento em capital fixo, indicando que a financeirização também pode contribuir de forma positiva com o investimento produtivo se a receita financeira for utilizada na aquisição de novos ativos imobilizados.

Já Minsky (1986) trata da instabilidade das economias. Segundo o autor, a estrutura financeira almejada pelas organizações é alterada de acordo com as oportunidades de lucros criadas pelas inovações financeiras em um determinado ambiente institucional. Essas inovações, juntamente com a desregulamentação financeira, aumentaram as fontes de lucro não-operacional e afetaram a estrutura financeira não só das empresas como também dos bancos, famílias e países elevando assim a fragilidade financeira e a instabilidade das economias. Em uma economia dominada pelas finanças o fluxo de caixa das empresas fica comprometido no curto prazo por conta da necessidade de atender os interesses dos acionistas resultando em uma estrutura patrimonial mais frágil⁴. Tem-se ainda que, com as inovações financeiras, novas formas de captação de recursos foram criadas, o que possibilitou o aumento da alavancagem tanto das empresas quanto dos bancos.

Boyer (2000) defende que o processo de financeirização causou transformações no comportamento do gestor, na natureza da relação de trabalho, na relação entre Estado e economia, no financiamento nacional e na política monetária.

Dentre essas mudanças, tem-se que a) os gestores passaram a levar em consideração as exigências dos acionistas no que diz respeito à estabilidade e à taxa de retorno das empresas; b) os gestores começam a ter acesso aos ganhos financeiros como forma de atrelar a sua remuneração à performance da empresa no mercado financeiro; c) o salário começa a reagir rapidamente a qualquer discrepância entre o retorno efetivo e o esperado do gestor; d) há uma forte pressão para a racionalização dos gastos públicos nas décadas de 1980 e 1990; e) a política monetária deixa de ter como única função garantir a melhor combinação entre inflação⁵ e crescimento e passa a ter o papel de guiar o desenvolvimento do mercado financeiro.

Ainda segundo o autor, o investimento produtivo diminuiu com a financeirização a partir do momento em que os gestores se comprometeram com uma contínua e crescente taxa de lucro; o consumo das famílias se tornou mais volátil, pois a renda do trabalho se tornou mais incerta devido às tendências de contratações e demissões de trabalhadores, mudanças nas horas trabalhadas e ao fato de o pagamento ser mais sensível ao ambiente geral e à situação financeira da empresa; o crédito passou a estar disponível prontamente, mas colaterais como ativos fixos

⁴ Minsky (1986) apresenta três estruturas patrimoniais dos agentes, sendo elas Hedge, Especulativa e Ponzi. Na estrutura *Hedge*, o fluxo de caixa dos agentes é suficiente para o pagamento do principal e do serviço da dívida. Na estrutura *Especulativa*, o fluxo de caixa do agente é suficiente apenas para o pagamento do serviço da dívida, ou seja, não consegue pagar o principal da dívida. Já na estrutura *Ponzi*, o fluxo de caixa do agente não é suficiente para o pagamento do principal e nem do serviço da dívida.

⁵ A abertura para a competição externa resultou em economias com baixa inflação ou mesmo deflação, de forma que o Banco Central passou a garantir a estabilidade de preços mais facilmente adquirindo para si o papel de guiar o desenvolvimento do mercado financeiro.

ou portfólios de ações são geralmente um pré-requisito; as bolhas especulativas passaram a se mover do mercado financeiro para o mercado produtivo muito mais diretamente do que no passado.

Crotty (2002) e Duménil e Lévy (2004) destacam que com a financeirização as empresas aumentaram a posse de ativos financeiros como uma nova fonte de geração de riqueza e não apenas como reserva de capital para investimentos futuros. Assim, a financeirização fez com que o lucro operacional das empresas não-financeiras se reduzisse, o endividamento aumentasse, a taxa de acumulação de capital sofresse desaceleração e os gestores se vissem forçados a direcionar as estratégias para a sobrevivência no curto prazo.

Já Palley (2007) destaca como principais impactos da financeirização a elevação da importância do setor financeiro com relação ao setor produtivo; a transferência de renda do setor real para o setor financeiro; o aumento da desigualdade de renda; a estagnação salarial; um baixo crescimento econômico; um aumento da fragilidade financeira, o que pode ser percebido pelas crises que afetaram as economias globais no fim dos anos 1990 e começo dos anos 2000.

O autor considera que há motivos para se ter insegurança com relação a sustentabilidade do processo de financeirização, pois as duas últimas décadas estão sendo marcadas pelo rápido crescimento do endividamento familiar com relação a renda e uma elevação do índice de endividamento das empresas o que explica o fraco crescimento econômico e a instabilidade das economias.

Pode-se perceber que a financeirização afeta as economias de várias formas, podendo-se destacar seus efeitos negativos no investimento produtivo das empresas não-financeiras; no aumento da instabilidade das economias, que passam a depender cada vez mais do mercado financeiro; no endividamento, tanto das famílias quanto das empresas.

2.5 REVISÃO DA LITERATURA EMPÍRICA EM NÍVEL MUNDIAL

São vários os autores que analisam empiricamente os impactos da financeirização sobre o investimento produtivo e o presente tópico discorre sobre os principais estudos que tratam sobre o tema em nível mundial.

Stockhammer (2004) fez uma análise econométrica, estimada por meio de um Modelo de Ajuste Parcial (PAM), para estudar a relação entre acumulação de capital e financeirização

no intuito de comprovar a hipótese de que a financeirização contribuiu para a desaceleração da acumulação de capital no período posterior a Era de Ouro do capitalismo.

Os países analisados foram Alemanha, Estados Unidos, França e Reino Unido, mas os períodos analisados diferem de um país para o outro devido a disponibilidade dos dados. Foram usados dados agregados e como indicador de financeirização utilizou-se a parcela da riqueza distribuída aos rentistas, que equivale aos juros e dividendos pagos. Além da variável *proxy* da financeirização, outras três variáveis foram incorporadas sendo elas: a capacidade utilizada, a participação nos lucros e o custo relativo do capital.

Teve-se como resultado que os Estados Unidos e a França apresentaram evidências que confirmam completamente o efeito negativo da financeirização na acumulação de capital. No Reino Unido os resultados não indicaram uma desaceleração geral da acumulação de capital, pois esses países já possuíam taxas muito baixas de acumulação de capital durante a Era de Ouro. Já os resultados insignificantes para a Alemanha são explicados pelo fato de a gestão focada na criação de valor para o acionista ser um fenômeno recente no país.

Orhangazi (2008) estudou empiricamente, por meio de dados contábeis, a relação entre a financeirização dos Estados Unidos e o nível de investimento real das empresas não-financeiras norte-americanas de 1973 a 2003. Estimou-se um Modelo dinâmico de dados em painel calculado através do GMM. O modelo de investimento incluiu determinantes reais (lucro, vendas e custo de capital) e financeiros (dívida de longo prazo, lucro financeiro e pagamento financeiro) do investimento.

O estudo aponta que há uma relação negativa entre investimento real e financeirização, principalmente nas grandes empresas. O investimento financeiro pode desestimular o investimento produtivo por meio da diminuição dos fundos internos disponíveis para investimento em capital fixo, já que com a mudança nas normas de gestão os gestores passam a priorizar o retorno de curto prazo oferecido pelo investimento financeiro em detrimento do retorno de longo prazo resultante do investimento produtivo.

Palley (2008) analisou, por meio de dados agregados, o crescimento econômico e o investimento produtivo, de 1960-2004, dos principais países industrializados, sendo eles: Estados Unidos, Japão, Alemanha, França, Itália, União Europeia e Canadá. Em todos os países, com exceção do Canadá, o crescimento médio anual caiu durante a era da financeirização (após 1979). Tem-se ainda que o crescimento aparenta estar reduzindo o ritmo, de forma que o crescimento na década de 1980 foi maior do que o da década de 1990, que por sua vez é maior do que dos anos 2000.

Outra conclusão do estudo é a de que após 1979 houve uma diminuição do investimento em capital fixo nos Estados Unidos, que caiu de 19,2% em 1979 para 16,5% em 2005. De 1959-1979 os salários e a produtividade do trabalho e do capital cresceram no mesmo ritmo, mas de 1979 em diante a produtividade passou a crescer mais rapidamente e os salários estagnaram, o que causou uma desigualdade de renda. Já o lucro total das empresas cresceu de 7,3% do PIB em 1973 para 10,3% em 2005. Essas mudanças indicam uma transferência da renda do trabalho em direção ao capital.

Van Treeck (2008) desenvolveu um modelo de crescimento Pós-Keynesiano para os Estados Unidos entre 1965-2004, em que possíveis regimes de acumulação foram derivados analisando mudanças nas variáveis financeiras. Foi utilizada a abordagem ARDL, que é considerada pelo autor como superior a cointegração tradicional. O autor usou dados agregados e estabeleceu como variáveis a taxa de acumulação de capital, taxa de lucro, a taxa de crescimento do PIB, taxa de rentabilidade do capital, a taxa de juros e a proporção de dividendos pagos.

Encontrou-se, como resultado, que a acumulação de capital está diminuindo no decorrer dos anos, ao passo que as taxas de juros têm mostrado uma tendência de crescimento. Os resultados encontrados sugerem que a financeirização contribui para que a lucratividade e a acumulação se tornassem independentes, pois o consumo aumentou substituindo o investimento como fonte de lucro macroeconômico. A crescente participação nos lucros e na renda financeira não favoreceu a acumulação, o crescimento e o desenvolvimento do padrão de vida durante as últimas décadas.

Demir (2009) analisou, por meio do GMM, os impactos da taxa de retorno do investimento no desempenho real do investimento. Foram analisados dados semestrais das empresas industriais de capital aberto, dos anos 1990 e início dos anos 2000 referentes a três países em desenvolvimento, sendo eles: Argentina, México e Turquia. O autor utilizou variáveis comuns aos três países, mas também variáveis específicas para cada um deles.

Como resultados tem-se que o aumento crescente da diferença entre as taxas de retorno de ativos financeiros e ativos fixos favorece os ativos financeiros e reduz os gastos com investimento em capital fixo das empresas privadas; a utilização da capacidade instalada e a disponibilidade de crédito afetam positivamente o investimento produtivo. Portanto, tem-se que as empresas acabam optando por fazer investimentos financeiros (reversíveis de curto prazo) a investimentos em capital fixos (irreversíveis de longo prazo) corroborando assim com o efeito negativo da financeirização sobre o investimento produtivo das empresas não-financeiras.

Davis e Walsh (2015) buscaram compreender o papel do governo na financeirização da economia do Reino Unido por meio da análise do orçamento público no período de 1976-2010. Os autores concluíram que o Estado teve uma grande importância nesse processo, pois as políticas governamentais adotadas, após os anos de 1970, foram no sentido de abandono da indústria, que passou a ser controlada pelo setor financeiro: houve um direcionamento do investimento público para o setor financeiro em detrimento do setor industrial, privatizações e desregulação das finanças. Com isso, a financeirização do Reino Unido ocorreu em um ritmo mais rápido do que em outras economias prejudicando assim o setor manufatureiro.

Tori e Onaran (2016) evidenciaram os efeitos da financeirização no investimento produtivo das empresas não-financeiras de capital aberto do Reino Unido. Para tal, foram utilizados dados contábeis referentes ao período de 1985-2013 e estimou-se um Modelo dinâmico de dados em painel calculado através do GMM. Os autores utilizaram como variáveis o investimento fixo, os ganhos retidos, as vendas líquidas, as saídas e entradas financeiras.

Foram encontradas evidências de que a financeirização impactou negativamente o investimento produtivo, principalmente no período pré-crise, o que foi responsável pelo baixo crescimento, aumento da fragilidade econômica e desindustrialização no Reino Unido. A renda financeira impactou positivamente no investimento apenas quando consideradas as empresas pequenas.

Davis (2018) estudou o impacto da financeirização no investimento produtivo das empresas não financeiras dos Estados Unidos de 1971 a 2013. Para tal, foi estimado um Modelo dinâmico de dados em painel utilizando o GMM. Utilizou-se como variáveis determinantes não-financeiros do investimento (taxa de investimento produtivo, utilização da capacidade produtiva e taxa de lucro dos bens de capital); determinantes financeiros do investimento (taxa de lucro do capital financeiro, taxa de juros, estoque de ativos financeiros e estoque da dívida); variáveis que representam a mudança no cenário de investimento (recompra bruta de ações e volatilidade das vendas).

Teve-se como resultado que o foco na maximização da riqueza do acionista e o aumento da volatilidade das vendas impactam negativamente no investimento produtivo, principalmente nas grandes organizações, pois esses fatores fizeram com que as empresas passassem a priorizar o investimento financeiro. Contudo, certos aspectos da financeirização, como o aumento no estoque de ativos financeiros e a lucratividade financeira⁶, impactaram positivamente no

⁶ A lucratividade financeira só afetou positivamente o investimento produtivo das grandes empresas

investimento fixo. Assim, tem-se que alguns aspectos da financeirização inibem o investimento produtivo ao passo que outros dão suporte a esse investimento.

No presente tópico foram apresentados vários estudos empíricos acerca do impacto da financeirização sobre o investimento produtivo. O Quadro 1 sintetiza esses estudos mostrando: os países e o período analisados; a metodologia aplicada; os resultados encontrados.

Quadro 1 - Síntese dos estudos empíricos a respeito do impacto da financeirização no investimento produtivo em nível mundial

Estudo	Países analisados	Período analisado	Metodologia utilizado	Resultado
Stockhammer (2004)	Alemanha EUA França Reino Unido	Anos 1960 até a década de 1990	Análise de regressão estimada por PAM	Diminuição do investimento produtivo nos EUA e na França.
Orhangazi (2008)	EUA	1973-2003	Dados em painel estimado por GMM	Diminuição do investimento produtivo, principalmente nas grandes empresas.
Palley (2008)	EUA	1973-2005	Análise descritiva dos dados	Diminuição do investimento produtivo após 1979.
Van Treeck (2008)	EUA	1965-2004	Abordagem ARDL	Diminuição do investimento produtivo no decorrer dos anos.
Demir (2009)	Argentina México Turquia	Anos 90 e início dos anos 2000	Dados em painel estimado por GMM	Diminuição do investimento produtivo das empresas privadas.
Davis e Walsh (2015)	Reino Unido	1976-2010	Análise do orçamento público	Diminuição do investimento no setor manufatureiro.
Tori e Onaran (2016)	Reino Unido	1985-2013	Dados em painel estimado por GMM	Diminuição do investimento produtivo das grandes empresas.
Davis (2018)	EUA	1971-2013	Dados em painel estimado por GMM	Alguns aspectos da financeirização impactam negativamente no investimento produtivo ao passo que outros afetam positivamente.

Fonte: Elaboração Própria.

Pode-se perceber, pelo quadro acima, que os artigos analisaram desde os anos 1960 até 2013 e a grande maioria dos trabalhos utilizou o método GMM. Alguns autores utilizaram dados contábeis das empresas ao passo que outros fizeram o uso de dados agregados. Tem-se como resultado que, no geral, a financeirização impacta negativamente no investimento

produtivo a nível mundial, principalmente quando se trata de grandes empresas, o que condiz com a teoria a respeito da financeirização.

3 A FINANCEIRIZAÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA

O presente tópico discorre sobre as peculiaridades da financeirização em países em desenvolvimento, retoma o cenário econômico e financeiro dos anos 1990 até os anos 2016, aborda o início as consequências da financeirização no Brasil e faz uma revisão dos principais estudos empíricos que discorrem a respeito dos impactos da financeirização no investimento produtivo brasileiro.

3.1 A FINANCEIRIZAÇÃO NOS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO

O processo de financeirização dos países em desenvolvimento se dá de forma diferente daquele ocorrido nos países desenvolvidos devido à heterogeneidade socioeconômica e à grande dependência da importação de importantes setores da economia (BECKER *et al.*, 2015; BONIZZI, 2013). Dessa forma, o presente tópico tem o intuito de tratar das peculiaridades da financeirização das economias em desenvolvimento.

Bonizzi *et al.* (2019) defendem que a financeirização dos países em desenvolvimento é moldada pela natureza subordinada desses países com relação à economia mundial. Esse processo tem sido intermediado pela posição subordinada das economias em desenvolvimento na produção e finanças, o que tem contribuído para a financeirização nesses países e moldado suas características próprias. Além da financeirização ser moldada pela subordinação global das economias emergentes, o processo de financeirização pode servir para aprofundar a subordinação desses países à hierarquia global, pois a financeirização beneficia as empresas líderes de redes globais de produção que ainda estão predominantemente localizadas nas economias desenvolvidas. Essas empresas são capazes de canalizar os lucros em direção ao mercado financeiro e implantar estratégias de financeirização.

Para que a financeirização ocorra é necessário que haja condições institucionais e organizacionais propícias ao seu surgimento e desenvolvimento. Essas condições englobam a formatação e condução da política econômica e o aval do Estado (BRUNO; CAFFÉ, 2015). Segundo Attílio e Cavalcante (2019), cada país possui suas próprias condições institucionais e organizacionais o que afeta a relação entre o mercado financeiro e o sistema produtivo das economias. Essas características englobam suas instituições, cultura, geografia, história e outros fatores. Assim, uma análise dessas peculiaridades permite a identificação da lógica de atuação dos agentes financeiros e a determinação do grau de financeirização de cada economia.

De acordo com Feijó *et al.* (2017), o processo de financeirização dos países em desenvolvimento está relacionado à integração financeira global e à diminuição da regulamentação dos fluxos financeiros de capital. Tais fatos permitiram que investidores no geral (como empresários, especuladores e banqueiros) fizessem aquisições em diversos setores e países impulsionados por um otimismo resultante do aumento da desregulamentação dos mercados financeiros em consonância com os desenvolvimentos tecnológicos.

Karwowski e Stockhammer (2017) apresentam seis fatores que sinalizam a financeirização das economias em desenvolvimento, sendo eles: 1º) desregulamentação financeira; 2º) fluxo financeiro estrangeiro; 3º) volatilidade no preço dos ativos; 4º) mudança para um mercado baseado nas finanças; 5º) financeirização das empresas não-financeiras; 6º) financeirização doméstica.

Bonizzi (2013) possui argumentos parecidos com os de Karwowski e Stockhammer (2017) e discorre, embasado em estudos empíricos, sobre os efeitos da financeirização em países em desenvolvimento. Dentre esses efeitos pode-se citar: a) maior relevância do investimento financeiro, incluindo a especulação em derivativos, quando comparado ao investimento produtivo; b) reconcentração de renda em favor dos detentores de capital; c) transição para um sistema financeiro mais baseado no mercado; d) aumento do crédito para as famílias, o que propicia a elevação do seu endividamento; e) expansão de bancos estrangeiros no mercado doméstico; f) aumento do preço dos imóveis devido à facilidade do crédito imobiliário; g) privatização dos fundos de pensão; h) grande aumento no preço das *commodities*.

Stockhammer (2004), Orhangazi (2008) e Karwowski e Stockhammer (2017) argumentam ainda que a financeirização das empresas e das famílias, em países em desenvolvimento, se dá por meio do endividamento que pode ser entendido, portanto, como um indicador da financeirização.

Portanto, para que haja o entendimento do processo de financeirização da economia brasileira faz-se necessário levar em consideração que o Brasil é uma economia em desenvolvimento e que, portanto, o processo de financeirização do país apresenta características distintas daquelas observadas nas economias desenvolvidas, como Estados Unidos e Reino Unido.

3.2 A ECONOMIA BRASILEIRA NO PERÍODO DE 1990 A 2016

No intuito de discorrer a respeito das condições institucionais e organizacionais que influenciaram no processo de financeirização da economia brasileira, o presente tópico trata da liberalização comercial e financeira, iniciado na década de 1990 com o governo Collor e aprofundado no primeiro governo Fernando Henrique Cardoso; das políticas econômicas adotadas nos anos 2000, englobando também os efeitos da crise de 2008 para o Brasil; dos anos posteriores à crise, indo até 2016.

Com a liberalização comercial e financeira, iniciada na década de 1990, houve rupturas com o modelo brasileiro de substituição das importações, crescimento com a participação do Estado no suprimento de infraestrutura econômica e proteção à indústria nacional por meio de tarifas e barreiras não tarifárias (GIAMBIAGI *et al.*, 2011). As duas dimensões principais englobadas pelo processo de abertura financeira foram a desnacionalização das empresas e uma melhora na conversibilidade da Conta Capital, pois as privatizações modificaram a estrutura de controle e propriedade e facilitaram a entrada e saída de capital no país (CARNEIRO, 2002).

A liberalização da economia teve início com o Plano Collor, que englobou um conjunto de reformas econômicas e planos de estabilização da inflação. As medidas para a estabilização da inflação foram acompanhadas por um programa de reforma do comércio internacional chamado de Política Industrial e de Comércio Exterior (PICE) e um programa de privatização denominado Plano Nacional de Desestatização (PND). O PICE tinha como objetivo incentivar a competição e a competitividade externa da indústria nacional. O PND, por sua vez, almejava contribuir para o redesenho do parque industrial, consolidar a estabilidade e diminuir a dívida pública por meio das privatizações. (GIAMBIAGI *et al.*, 2011).

No que diz respeito à política externa, Collor adotou o sistema de câmbio flutuante e intensificou o programa de liberalização das importações reduzindo, gradualmente, as tarifas de importação e eliminando as barreiras não tarifárias (CARNEIRO, 2002).

Com a renúncia de Collor, em 1992, seu vice Itamar Franco assume a presidência e indica, em março de 1993, Fernando Henrique Cardoso para o cargo de Ministro da Fazenda. Em um contexto de hiperinflação crônica, resistente a outros planos de estabilidade de preços elaborados anteriormente⁷, Fernando Henrique e sua equipe econômica lançam o Plano Real,

⁷ Planos como o Cruzado, em março de 1986; Cruzado 2, em novembro de 1986; Bresser, em junho de 1987; Verão, em janeiro de 1989; Collor I, em março de 1990 e Collor II, em janeiro de 1991.

que foi um plano de estabilização dos preços em três fases: ajuste fiscal, desindexação e âncora cambial.

O ajuste fiscal se deu por meio do Programa de Ação Imediata (PAI) e do Fundo Social de Emergência (FSE). O PAI tinha como foco redefinir a relação da União com os Estados e municípios e combater a sonegação. Já o FSE era um fundo com o intuito de financiar os programas sociais que eram identificados como prioritários. O processo de desindexação começou no dia 1º de março, com o lançamento da Unidade de Valor Real (URV), que foi uma moeda fictícia sem memória inflacionária criada com o objetivo superindexar a economia para posteriormente desindexá-la. No dia 1º de julho a URV foi extinta e o Real se tornou a nova moeda. A fase de âncora cambial, por sua vez, consistiu na adoção de uma medida que fixava um teto máximo no qual o câmbio poderia variar: 1 real poderia valer no máximo 1 dólar estando livre para flutuar abaixo do teto (GIAMBIAGI *et al.*, 2011).

De acordo com Baer (2009), os primeiros resultados do Plano Real foram favoráveis: a taxa de inflação caiu, a taxa de investimento se recuperou e o consumo aumentou, o que melhorou o lucro das empresas e gerou crescimento econômico. Já para Carneiro (2002), a supervalorização do real, após o lançamento do Plano Real, impactou negativamente a Balança Comercial brasileira, pois as importações ficaram mais baratas e as exportações mais caras prejudicando assim a competitividade das exportações e contribuindo para que a Balança Comercial apresentasse resultados negativos de 1995 a 2000.

Giambiagi *et al.* (2011) também discorrem sobre o tema defendendo que as medidas tomadas para garantir o sucesso do Plano Real, sendo elas o câmbio valorizado e a taxa de juros alta, levaram a um desequilíbrio externo crescente e a uma séria crise fiscal. É nesse cenário que, em 1988, o Brasil assinou um acordo de ajuda financeira com o Fundo Monetário Internacional (FMI) e se comprometeu a implantar políticas de austeridade fiscal.

Em 1999 o governo adotou, devido à crise cambial ocorrida em consequência da política de âncora cambial do Plano Real, o sistema de câmbio flutuante. Nos dois meses subsequentes a essa medida a taxa de câmbio desvalorizou 40%, embora a inflação tenha continuado sob controle. Um fator que contribuiu para a estabilidade da taxa de inflação foi o fato de o Banco Central manter as taxas de juros muito altas com o intuito de desestimular a especulação negativa em relação ao Real (BAER, 2009). Ainda se tratando de políticas para a manutenção do nível de preços o governo lançou, em junho de 1999, o regime de metas para a inflação utilizando a taxa de juros como forma de manter a inflação dentro da meta (GIAMBIAGI *et al.*, 2011).

O próximo presidente eleito é Luiz Inácio Lula da Silva, que permaneceu no cargo de 2003 a 2010. As políticas econômicas adotadas no começo do seu governo deram continuidade às políticas macroeconômicas do governo Fernando Henrique Cardoso⁸. Dentre essas medidas podem ser citadas: o aumento da taxa de juros básica, a elevação da meta do superávit primário, o corte de gastos públicos e um grande comprometimento com o regime de metas de inflação (GIAMBIAGI *et al.*, 2011).

No que concerne ao comércio internacional do período, Bresser-Pereira e Marconi (2008) argumentam que as exportações brasileiras cresceram significativamente entre 2003 e 2007. Contudo, a evolução das exportações esteve mais associada ao aumento dos preços das *commodities*⁹ do que ao aumento da quantidade exportada. Também houve uma elevação das importações no período, entretanto o saldo da Balança Comercial continuou crescente, pois o aumento das exportações foi maior que o das importações. Esse aumento do comércio internacional, tanto no que concerne às exportações quanto às importações, é reflexo de uma maior abertura econômica.

Ainda tratando do comércio internacional Carneiro *et al.* (2006) evidenciam que nesse período a pauta de exportação brasileira foi concentrada em *commodities* agrícolas e industriais, bens intensivos em trabalho e recursos naturais e produtos de baixa intensidade tecnológica, o que caracteriza as exportações brasileiras como sendo de baixo dinamismo. Já no que concerne às importações, elas se concentram em produtos de média-alta e alta intensidade tecnológica. Segundo os autores essas características do padrão de inserção comercial externo da economia brasileira foram consolidadas na segunda metade dos anos 1990 em razão da abertura comercial e da posterior valorização do real.

Fazendo uma análise do período de 2004 a 2008 tem-se que o país apresentou taxas de crescimento econômico de, em média, 4,5% ao ano. Fatores como: as condições externas favoráveis¹⁰, a expansão do consumo doméstico e as políticas econômicas implantadas no período podem explicar esse resultado. A formação bruta de capital fixo cresceu, em média, 8,2% ao ano, sendo beneficiada tanto pela elevação das exportações quanto pelo aumento do consumo. O crescimento no consumo, por sua vez, ocorreu em razão da melhora na distribuição de renda, diminuição das taxas de desemprego e aumento da oferta de crédito ao consumidor (CORREA *et al.*, 2017).

⁸ Há um debate na literatura a respeito do fato de o governo Lula ser ou não uma continuidade do governo FHC.

⁹ Segundo Giambiagi *et al.*, 2011 o aumento no preço das *commodities* foi causado pelo crescimento mundial no período de 2003 a 2008 que compensou o efeito negativo da apreciação cambial sobre as exportações.

¹⁰ Condições externas favoráveis referem-se à boa situação da liquidez internacional e *boom* nos preços das *commodities*.

Esse período de crescimento foi interrompido pela crise financeira internacional em 2008. O fato de o Brasil ter acumulado reservas internacionais nos anos anteriores à crise e se tornado um credor líquido no exterior¹¹ possibilitou que o país sofresse menos com os efeitos da crise quando comparado com outras economias (GIAMBIAGI *et al.*, 2011). No entanto, as empresas de capital aberto sofreram bastante os impactos da recessão, o que foi refletido na queda considerável da rentabilidade e um grande aumento do endividamento dessas firmas no período posterior (ROSA; COSTA, 2015).

No que concerne aos efeitos da crise no investimento produtivo, no segundo semestre de 2009, houve uma queda na formação bruta de capital fixo, entretanto, devido às políticas anticíclicas de estímulo a demanda agregada adotadas pelo governo durante a crise, o crescimento econômico e a taxa de investimento foram restabelecidas em 2010. Porém, a recuperação observada em 2010 não persistiu, o que pode ser observado pela tendência de desaceleração da taxa de investimento a partir de 2011. Além da queda na taxa de investimento tem-se também que o PIB oscilou muito entre 2009 e 2016, apresentando uma tendência de desaceleração refletindo, em parte, a incerteza externa e, a partir de 2015, a incerteza causada pela crise política. Considerando os anos de 2015 e 2016 a economia contraiu, de forma acumulada, 7,2% (CORREA *et al.*, 2017).

O próximo tópico trata do processo de financeirização do Brasil, que deve ser entendido dentro do contexto institucional e organizacional do período. Em suma tem-se que: a) a partir de 1990 houve uma mudança de direcionamento nas políticas econômicas no sentido de uma maior liberalização comercial e financeira, o que impactou no saldo da Balança Comercial, na dívida pública e na composição da pauta de importação e exportação brasileira; b) os anos entre 2003 e 2008 foram de crescimento econômico e aumento na taxa de investimento; c) o período de crescimento foi interrompido pela crise de 2008; d) a partir de 2011 tanto as taxas de investimento quanto o crescimento do PIB apresentaram uma tendência decrescente.

3.3 INÍCIO E CONSEQUÊNCIAS DA FINANCEIRIZAÇÃO NO BRASIL

O presente tópico discorre sobre o processo de financeirização no Brasil, suas peculiaridades e seus impactos no investimento produtivo, no endividamento das empresas e na fragilidade econômica.

¹¹ O fato de o Brasil se tornar um credor líquido no exterior significa, em termos práticos, que a quantidade de reservas era maior do que a dívida externa bruta.

Bruno e Caffé (2015) e Miranda *et al.* (2017) defendem que a partir de 1980 o ambiente macroeconômico brasileiro foi caracterizado pela incerteza econômica resultante da crise do Balanço de Pagamentos. Nesse período, o governo oferecia opções de investimentos mais seguras, de alta liquidez e elevadas taxas de juros. Tal fato motivou a alocação do portfólio em Títulos do Tesouro, o que afetou negativamente o desenvolvimento do mercado de capital brasileiro. Atílio e Cavalcante (2019) corroboram com tal fato, mostrando que o mercado de capitais brasileiro é pouco desenvolvido.

Além de um mercado de capitais pouco desenvolvido, uma outra peculiaridade do processo de financeirização no Brasil é que esse processo foi baseado na indexação dos títulos de dívida pública e no endividamento interno do setor público em um cenário de juros altos e uma distribuição de riqueza beneficiando os detentores da dívida. Já nas economias desenvolvidas a financeirização decorreu, principalmente, do endividamento das famílias e empresas em um ambiente de juros baixos (BRUNO *et al.*, 2011; BONIZZI, 2013).

Bruno e Caffé (2015) identificaram que a acumulação rentista-financeira se iniciou, no Brasil, 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”.

Já Bruno (2008) argumenta que as condições estruturais necessárias para dar início ao processo de financeirização foram encontradas a partir de 1994, pois a taxa de financeirização se apresentou maior do que a taxa de acumulação de capital, indicando assim um processo de financeirização da economia. Nesse período percebe-se também 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, tem-se que 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 assim 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 GC se observa, a partir dos anos 2000, um aprofundamento da governança focada na maximização da riqueza dos acionistas. Tal fato 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 uma maior dispersão do capital, principalmente nos segmentos de governança mais elevados da BM&FBovespa, como apresentado por Gorga (2009) e Miranda *et al.* (2017).

Miranda *et al.* (2015) também discorrem sobre o assunto mostrando que houve uma mudança da gestão das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto no período de 1995 a 2008. A estratégia empresarial, que anteriormente era “reter e investir”, passou a ser “diminuir e distribuir”. São três os fatores que apontam para a adoção dessas estratégias: a) o aumento na distribuição de dividendos; b) a elevação do pagamento de juros sobre o capital próprio; c) os recursos financeiros sendo destinados à recompra de ações e às atividades financeiras.

Essa maior distribuição da riqueza ao acionista, característica da financeirização, impactou negativamente o ativo imobilizado, que cresceu mais lentamente comprometendo assim o desempenho de longo prazo das empresas e o crescimento econômico do país. Outro fator importante é que as empresas recorreram ao endividamento para criar riqueza ao acionista o que afetou a estrutura patrimonial das firmas resultando em uma estrutura patrimonial mais frágil do tipo Especulativa e Ponzi (MIRANDA *et al.*, 2015; BRUNO, 2008).

Corrêa *et al.* (2017) mostram que o setor financeiro vem ganhando importância nos últimos anos. O aumento do peso do setor financeiro na estrutura produtiva da economia acontece em um cenário de contração da indústria de transformação, que é o setor mais dinâmico no total do valor adicionado. Em 2000, a indústria manufatureira contribuía com 15,3% do total do valor adicionado e essa participação passou para 12% em 2014. Outra forma de verificar a importância do setor financeiro é analisando o montante de juros pago pela economia como um todo, que em 2013 representou 33,3% do PIB.

Tem-se ainda que, no caso brasileiro, os setores ligados às *commodities*, agronegócios e infraestrutura têm se beneficiado das estruturas institucionais do atual modelo econômico. Contudo, atividades industriais de maior conteúdo tecnológico estão sendo prejudicadas pela assimetria cambial e pelas taxas de juros muito altas: a alta participação dos juros no PIB tem contribuído para aumentar o poder político e econômico do setor financeiro e da classe rentista tanto sobre as atividades produtivas quanto sobre o Estado (BRUNO; CAFFÉ, 2015).

Percebe-se, portanto, que os indícios de financeirização podem ser percebidos no Brasil a partir da década de 1970, contudo a financeirização se aprofundou a partir da década de 1990

e as mudanças na GC das empresas são ressaltada a partir dos anos 2000. Esses fatores relacionados à financeirização podem estar impactando negativamente o investimento produtivo, que é o que será verificado na presente dissertação para o período de 2010-2016.

3.4 REVISÃO DA LITERATURA EMPÍRICA PARA O BRASIL

A maioria dos artigos a respeito da financeirização tem como objeto de estudo os Estados Unidos e o Reino Unido, contudo alguns autores também analisam empiricamente os impactos da financeirização sobre o investimento produtivo brasileiro, que é o que será mostrado no presente tópico.

Castelo Branco (2010) analisou, utilizando microdados, o impacto da financeirização sobre as decisões de investimento das empresas brasileiras não-financeiras no período de 1995 a 2007. O estudo considerou dois canais pelos quais a financeirização pode afetar o investimento produtivo, sendo eles o aumento da rentabilidade dos ativos financeiros e a maior pressão dos acionistas para que os ganhos das empresas sejam distribuídos sob forma dividendos e juros sobre o capital próprio.

A técnica econométrica usada foi o modelo dinâmico de dados em painel calculado por meio do GMM. As variáveis utilizadas foram: taxa de investimento em capital fixo, taxa de lucro operacional, giro do capital, nível do endividamento, taxa de pagamento ao mercado financeiro, nível das aplicações financeiras e taxa de receita financeira. Portanto, considerou-se tanto variáveis reais quanto financeiras na determinação do investimento. A autora estimou a primeira econometria considerando todas as empresas, a segunda considerando as empresas com alto grau de GC, a terceira considerando apenas indústria de transformação, a quarta separando as empresas privadas das públicas e a quinta separando as empresas por porte.

Os resultados do estudo evidenciam que há uma relação negativa entre a financeirização e a acumulação de capital para a economia brasileira no período analisado. O impacto da financeirização sob as empresas não-financeiras diferiu quanto à adoção dos princípios da Governança Corporativa, propriedade e tamanho, pois o efeito negativo da financeirização foi maior entre as empresas que possuem uma maior implantação dos princípios da GC, empresas privadas e grandes empresas¹².

¹² Quando todas as empresas foram consideradas todas as variáveis foram significativas. Considerando apenas empresas com alto grau de GC o nível de endividamento não foi significativo. Considerando apenas as indústrias têm-se que apenas o giro do capital, nível de endividamento e pagamento financeiro foram

Feijó *et al.* (2016) utilizou um modelo dinâmico de dados em painel calculado por meio do GMM para analisar o impacto da financeirização sobre o investimento produtivo no Brasil no período de 1990-2000. Os autores utilizaram dados agregados e estabeleceram como variáveis a taxa de investimento, a taxa de juros, o grau de endividamento das firmas, a capacidade utilizada da empresa, a participação nos lucros, o grau de vulnerabilidade externa e o custo de rolagem da dívida pública.

Todos as variáveis utilizadas foram significativas. Com isso, os autores concluíram que a política econômica não favoreceu decisões de longo prazo e a vulnerabilidade externa aumentou com a abertura econômica em 1990. Por conta desses fatores houve pouco espaço para políticas a favor do crescimento. Observou-se ainda que a participação nos lucros foi positivamente correlacionada com a taxa de investimento ao passo que a financeirização se correlacionou negativamente com a taxa de investimento produtivo no período analisado.

Miranda e Matos (2017) estudaram o impacto da financeirização no investimento produtivo das empresas brasileiras não-financeiras no ano de 2012. Para tal, utilizaram a Análise Qualitativa Comparativa (QCA) com conjuntos *fuzzy* e Análise de Componente Principal (ACP). As variáveis utilizadas foram: investimento, lucro, dívida, juros, dividendos, receita financeira e aplicações financeiras.

Os resultados da QCA evidenciam que um baixo lucro operacional, baixo endividamento, alto pagamento de juros sobre capital de terceiros, receita financeira baixa e elevadas aplicações financeiras são relevantes na explicação dos baixos níveis de investimento. Os resultados mostram ainda que a presença de grandes aplicações financeiras causa um baixo nível de investimento. Conclui-se então que as empresas não-financeiras estão financeirizadas e que são vários os caminhos pelos quais a financeirização leva a um baixo nível de investimento.

Paula e Meyer (2018) analisaram a relação entre financeirização e investimento no Brasil por meio da análise de dados, referentes ao período de 1995-2017, procurando entender quais são os principais determinantes da financeirização no país, se a financeirização levou a uma maior distribuição dos lucros e dividendos em detrimento do investimento e se há um processo no qual a receita financeira das empresas compete com os retornos do investimento produtivo.

significativos. Para empresas públicas apenas o giro do capital não foi significativo, já para as privadas a taxa de lucro operacional, o giro do capital e a taxa de receita financeira não foram significativas. Para as grandes empresas todas as variáveis foram significativas, para as de média porte apenas a taxa de lucro operacional foi significativa e para as de pequeno porte o giro do capital, o nível de endividamento e a taxa de lucro financeiro foram significativas.

Os autores concluíram que, a partir da década de 1990, a redução da taxa de acumulação foi seguida por um aumento gradual da taxa de financeirização, evidenciando assim que o processo de financeirização se iniciou com a liberalização comercial e financeira. Contudo, após a análise dos indicadores contábeis das grandes empresas brasileiras, entendeu-se que embora a receita financeira seja relevante para o retorno das empresas, não há evidência clara de que o pagamento de dividendos tem sido feito em detrimento do investimento produtivo.

Attílio e Cavalcante (2019) analisaram o impacto da estratégia *maximizing shareholder value* (MSV) sobre o emprego no Brasil no período de 1997-2013. Para tal, os autores calcularam alguns indicadores e construíram um modelo econométrico fazendo uso da Teoria da Reação em Cadeia no intuito de verificar as consequências da distribuição de dividendos, via MSV, sobre o emprego. Utilizou-se ainda o mínimo quadrado (MQO) em dois estágios para estimar a relação entre o MSV, o investimento e o emprego setorial. Foram analisadas as demonstrações contábeis de 79 empresas não-financeiras de capital aberto distribuídas em 14 setores da economia.

Os resultados encontrados pelos autores evidenciaram que o aumento da distribuição de dividendos, por meio da MSV, impacta negativamente o investimento produtivo o que, por sua vez, impacta no nível de emprego. Contudo, os autores argumentam que a financeirização das empresas utilizadas no estudo possui certas peculiaridades decorrentes do ambiente institucional brasileiro. Chegou-se nessa conclusão considerando que as empresas selecionadas possuem uma parte significativa da sua receita proveniente de receitas operacionais, e não receitas financeiras.

Campos Fonseca *et al.* (2019) avaliaram o impacto do investidor institucional na estratégia de gestão e na financeirização das empresas brasileiras não-financeiras no período de 2010-2016. Para tal, os autores calcularam um modelo econométrico estimado pelo GMM utilizando como variáveis dependentes o pagamento de dividendos e o investimento financeiro, ambas como proporção do Ativo Total. Como forma de capturar a influência dos investidores institucionais no investimento e nas políticas de pagamento foram consideradas as seguintes variáveis de controle: tamanho da empresa, Retorno Sobre o Ativo (ROA), Oportunidade de crescimento, Investimento produtivo, endividamento, liquidez corrente e Governança Corporativa.

Os resultados do modelo mostram que os investidores institucionais não impactaram na política de dividendos da empresa, mas afetaram positivamente o investimento financeiro. A pouca relevância dos investidores institucionais na política de dividendos da empresa se deve ao fato de eles não manterem suas posições por um período maior do que dois anos. A respeito das variáveis de controle, o investimento financeiro foi positivamente correlacionado com a

lucratividade e negativamente correlacionado com o investimento produtivo, o que é consistente com o efeito amplamente discutido na literatura da financeirização.

No presente tópico foram apresentados os estudos empíricos acerca do impacto da financeirização, da economia brasileira sobre o investimento produtivo. O Quadro 2 sintetiza esses estudos mostrando os períodos analisados, a metodologia aplicada e o resultado encontrado.

Quadro 2 - Síntese dos estudos empíricos a respeito do impacto da financeirização no investimento produtivo brasileiro

Estudo	Período analisado	Metodologia utilizada	Resultado
Castelo Branco (2010)	1995-2007	Dados em painel estimado por GMM	Relação negativa entre financeirização e investimento produtivo.
Feijó <i>et al.</i> (2016)	1990-2000	Dados em painel estimado por GMM	Relação negativa entre financeirização e investimento produtivo.
Miranda e Matos (2017)	2012	QCA e APC	Relação negativa entre financeirização e investimento produtivo.
Paula e Meyer (2018)	1995-2017	Análise de dados	Não há evidência clara de que a financeirização tenha prejudicado o investimento produtivo.
Attílio e Cavalcante (2019)	1997-2013	MQO em dois estágios	O aumento da distribuição de dividendos, por meio da MSV, impacta negativamente sobre o investimento produtivo e no emprego.
Campos Fonseca <i>et al.</i> (2019)	2010-2016	Dados em painel estimado por GMM	Relação negativa entre investimento financeiro e investimento produtivo.

Fonte: Elaboração Própria.

Os artigos analisaram desde os anos 1990 até 2017, por meio da análise de dados ou de análise econométrica. Pode-se perceber que todos os trabalhos analisados para o Brasil, com exceção do artigo de Paula e Meyer (2018), mostram que a financeirização afetou negativamente o investimento produtivo do país.

4 METODOLOGIA

O presente capítulo discorre sobre o banco de dados; apresenta os indicadores calculados; especifica as variáveis utilizadas no modelo econométrico evidenciando a estatística descritiva das mesmas; desenvolve e explica a abordagem econométrica do modelo; apresenta os modelos econométricos utilizados.

4.1 BANCO DE DADOS

O trabalho tem como objetivo mostrar os impactos da financeirização sobre o investimento produtivo das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto para o período de 2010-2016.

Foram utilizadas informações das demonstrações contábeis das empresas brasileiras de capital aberto. Os dados usados estão disponíveis no *software* Economática e no *site* da B¹³ (Brasil, Bolsa, Balcão) e foram retirados 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. Discriminando cada uma das contas utilizadas na econometria tem-se que o Imobilizado, o Ativo Total, a Dívida Total (Passivo Circulante + Passivo Não Circulante) e as Aplicações Financeiras de curto e longo prazo foram extraídos do BP; a Receita de Vendas, o Lucro Operacional (EBIT) e a Receita Financeira da DRE; os Dividendos Pagos do FC; o juro sobre capital próprio da DVA.

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 empresas utilizadas se encontram no Apêndice A.

4.2 ESPECIFICAÇÃO DOS INDICADORES

Além do modelo econométrico, que será apresentado posteriormente, utilizou-se as demonstrações contábeis das empresas selecionadas para o cálculo da média de alguns indicadores que representam o investimento em capital fixo, o nível da receita financeira e o endividamento das empresas.

¹³ Apenas a DVA foi proveniente do *site* da B³, as outras demonstrações foram pegadas no *software* do Economática.

Como indicadores de investimento tem-se a participação do imobilizado no ativo total e no ativo não circulante. Como indicadores que mostram o nível da receita financeira tem-se a participação da receita financeira, da receita operacional bruta e do lucro operacional no ativo total, o percentual da receita financeira sobre a receita operacional bruta e a participação da receita financeira no lucro operacional bruto. Já como indicadores de endividamento foram calculados o percentual do endividamento com relação ao capital próprio e ao ativo total, o endividamento de curto prazo com relação ao de longo prazo e o passivo oneroso de curto prazo com relação ao capital próprio.

Discriminando cada uma das contas utilizadas para o cálculo dos indicadores tem-se que o Imobilizado, o Ativo Total (Ativo Circulante + Ativo Não Circulante), a Dívida Total (Passivo Circulante + Passivo Não Circulante), o Passivo Oneroso de curto prazo (empréstimos e financiamentos de curto prazo) e o Patrimônio Líquido foram extraídos do BP; a Receita Operacional Bruta, o Lucro Operacional Bruto, o Lucro Operacional (EBIT) e a Receita Financeira da DRE.

Para o cálculo desses indicadores fez-se necessária a exclusão de empresas com a taxa de investimento menor do que -100%, receita financeira sobre lucro bruto negativos e passivo total sobre patrimônio líquido negativos, restando assim 170 empresas. Os resultados serão apresentados no próximo capítulo.

4.3 ESPECIFICAÇÃO DAS VARIÁVEIS

As variáveis utilizadas com o objetivo de analisar o impacto da financeirização sobre o investimento produtivo das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto estão apresentadas no Quadro 3.

Quadro 3 - Descrição das variáveis utilizadas no modelo econométrico

Representação da variável	Nome da variável	Descrição da variável
$\frac{I}{K}$	Taxa de investimento produtivo	Resulta da divisão entre o total de gastos com a aquisição de imobilizado (Δ Imobilizado) sobre o total do Imobilizado.
$\frac{V}{K}$	Capacidade produtiva	Resulta da divisão entre a Receita de Vendas e o Imobilizado.
$\frac{\pi}{K}$	Taxa de lucro operacional	Obtida por meio da divisão entre o lucro operacional (EBIT) e o imobilizado.
$\frac{D}{A}$	Taxa de endividamento	Calculado pela divisão entre a dívida total (PC+PNC) e o Ativo Total.
$\frac{J}{D}$	Custo do endividamento	Calculado pela divisão entre as despesas financeiras e a dívida total (PC+PNC).
$\frac{P_f}{A}$	Taxa de pagamento financeiro	Obtida através da divisão entre o pagamento financeiro (dividendos pagos + juro sobre o capital próprio) e o ativo total.
$\frac{A_f}{A}$	Taxa de aplicação financeira	Obtida através da divisão entre as aplicações financeiras de curto e longo prazo e o ativo total.
$\frac{\pi_f}{A}$	Taxa de receita financeira.	Resultante da divisão entre a receita financeira e o ativo total

Fonte: Elaboração Própria.

Como apresentado pelo quadro acima, 8 variáveis serão utilizadas no modelo¹⁴. Dentre elas se encontram determinantes reais e financeiros do investimento produtivo. Como determinantes reais tem-se: a taxa de investimento produtivo, a capacidade produtiva, a taxa de lucro operacional, e o custo do endividamento. Já como determinantes financeiros, ou seja, relacionadas à financeirização, tem-se as taxas de: endividamento, pagamento financeiro, aplicação financeira e receita financeira.

¹⁴ Essas variáveis foram selecionadas em consonância com trabalhos anteriores, principalmente os trabalhos de Orhangazi (2008), Castelo Branco (2010) e Davis (2018).

Para a estimação do modelo econométrico fez-se necessária a retirada das informações referentes às variáveis taxa de investimento e taxa de lucro operacional menores do que -100%; custo do endividamento e receita financeira negativos; lucro operacional e a capacidade produtiva maiores do que 100%.

4.4 ESPECIFICAÇÃO DO MODELO ECONOMÉTRICO

O presente tópico tem o intuito de apresentar o modelo dinâmico de dados em painel calculado através do método *Generalized Method of Moments* (GMM) que será a abordagem econométrica utilizada no trabalho.

De acordo com a literatura são dois os canais pelos quais a financeirização pode afetar o investimento produtivo, sendo eles: o aumento do investimento financeiro e a elevação do pagamento de juros e dividendos. Esses dois canais são explicados mais detalhadamente abaixo.

Os recursos disponíveis podem ser investidos em ativos reais ou usados para adquirir ativos financeiros. Quando há expectativas melhores quanto ao retorno do investimento financeiro comparativamente ao retorno do investimento produtivo há um incentivo maior para que as empresas invistam em ativos financeiros, o que diminui os recursos disponíveis para o investimento em ativos reais. Contudo, o aumento do investimento financeiro pode indiretamente contribuir para o aumento do investimento em ativos reais se os lucros gerados no mercado financeiro forem usados na aquisição de capital fixo no longo prazo. Logo, o investimento financeiro pode ter um efeito ambíguo sobre o investimento produtivo o que será testado no modelo econométrico.

Tem-se ainda que o aumento dos pagamentos de juros e de dividendos reduz a disponibilidade de recursos internos para investimento na acumulação de capital fixo. Contudo, o crescimento no pagamento de juros pode estar relacionado com o aumento do endividamento para a aquisição de ativos reais, o que levaria a uma correlação positiva entre o pagamento de juros e o investimento real e entre o endividamento das empresas e o investimento real. Nesse caso, as empresas se endividariam como forma de viabilizar o investimento em capital produtivo. Essas hipóteses também serão testadas no modelo econométrico.

Assim, o modelo a ser utilizado é adequado para analisar os possíveis efeitos da financeirização sobre a acumulação de capital, uma vez que utiliza variáveis reais e financeiras na determinação do investimento produtivo. A inclusão das variáveis financeiras leva em consideração a discussão apresentada, pois considera 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. A equação estimada para a função de investimento possui a seguinte forma:

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

em que, I representa o investimento em capital fixo, V a receita de vendas, π o lucro operacional, D a dívida total, J as despesas financeiras, Pf os pagamentos financeiros sob a forma de dividendos e juros sob o capital próprio, Af as aplicações financeiras e πf as receitas financeiras. Como já mencionado anteriormente o investimento, a receita de vendas e o lucro operacional são ponderados pelo estoque de capital fixo da empresa, enquanto as despesas financeiras são ponderadas pela dívida total e a dívida total e o pagamento, as aplicações e a receita financeira, são ponderadas pelo ativo total.

$\beta_0 \dots \beta_8$ são os coeficientes da função, o subscrito i representa a empresa e t indica o período no tempo. A especificação utiliza variáveis explicativas defasadas ao invés das variáveis contemporâneas como forma de refletir o tempo de ajuste, ou seja, o tempo de resposta do investimento a variações nessas variáveis¹⁵. 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 levar em consideração 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, desde que tenha ocorrido investimento no período anterior. Acredita-se que os coeficientes de capacidade produtiva e lucro operacional também serão positivos (β_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 retornar um resultado tanto positivo quanto negativo ($\beta_4 > 0$ ou $\beta_4 < 0$), considerando que o pagamento de juros reduz a disponibilidade de recursos para o investimento produtivo, mas por outro lado, o aumento do pagamento de

¹⁵ A taxa de investimento é similarmente definida em função de variáveis explicativas defasadas em trabalhos anteriores como o da Castelo Branco (2010) e Davis (2018).

juros pode estar associado com a elevação da alavancagem para a aquisição de ativos físicos. Já o coeficiente do custo de capital de terceiros deve apresentar sinal negativo ($\beta_5 < 0$), visto que quanto maior a taxa de juros menos inclinada a empresa estará a utilizar capital de terceiros para fazer investimento.

Espera-se que os pagamentos e as aplicações financeiras apresentem um coeficiente negativo ($\beta_6 < 0$ e $\beta_7 < 0$), 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 da receita financeira é ambíguo a priori ($\beta_8 > 0$ ou $\beta_8 < 0$) considerando que a receita financeira pode ser utilizada para realizar novos investimentos financeiros ou direcionada para o investimento produtivo.

4.5 GENERALIZED METHOD OF MOMENTS (GMM)

A técnica econométrica utilizada é um modelo dinâmico de dados em painel calculado através do método *Generalized Method of Moments* (GMM). O GMM pode ser estimado por meio de dois estimadores: o *Difference GMM* e o *System GMM*. O *Difference GMM* foi proposto por Arellano e Bond (1991) ao passo que o *System GMM* foi desenvolvido por Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998).

A estimação do modelo por meio desses estimadores permite que: 1) o processo seja dinâmico, com a variável dependente sendo afetada pelo seu valor passado; 2) haja efeito-fixo individual distribuído arbitrariamente, de forma que a variável dependente muda mais rapidamente em resposta à algumas variáveis do que outras; 3) algumas variáveis explicativas sejam endógenas; 4) os distúrbios idiossincráticos (aqueles além do efeito-fixo) tenham padrões individuais específicos de heterocedasticidade e correlação serial (ROODMAN, 2006).

Ainda segundo o autor tem-se como suposições sobre o modelo que: 1) os distúrbios idiossincráticos são não-correlacionados entre os indivíduos; 2) algumas variáveis explicativas podem ser pré-determinadas, mas não estritamente exógenas; 3) o número de períodos dos dados deve ser pequeno e o número de observações grande (T pequeno e N grande); 4) os únicos instrumentos disponíveis são internos, baseados nos *lags* das variáveis instrumentalizadas.

Portanto, de acordo com Roodman (2009), o GMM é o método mais adequado para tratar endogeneidade quando não há disponibilidade de instrumentos estritamente exógenos para todos os regressores pré-determinados ou endógenos. A Equação 1, apresentada anteriormente, pode ser representada da seguinte forma:

$$\begin{aligned}
 Y_{i,t} &= \gamma Y_{i,t-1} + X_{i,t-1} \beta + \varepsilon_{i,t} & i = 1, \dots, N \text{ e } t = 1, \dots, T \\
 \varepsilon_{i,t} &= \mu_i + \eta_t + v_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{2}$$

Em que $Y_{i,t}$ é o investimento da empresa i no tempo t ; $\gamma Y_{i,t-1} + X_{i,t-1} \beta$ é um vetor das possíveis determinantes do investimento descritas na Equação 1; μ_i é um termo não-observável específico a cada empresa, η_t é um termo não-observável específico a cada período de tempo e $v_{i,t}$ é o termo aleatório, sendo que $\varepsilon_{i,t} \sim IID(0, \sigma^2 \mu)$ e $v_{i,t} \sim IID(0, \sigma^2 \mu)$ independentes um do outro e entre eles mesmos.

De acordo com Roodman (2006), um dos problemas em aplicar Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) nesse modelo é que $Y_{i,t-1}$ é endógeno ao efeito fixo do erro. Essa correlação positiva entre o regressor e o erro viola a suposição necessária para a consistência do MQO, pois aumenta o coeficiente estimado para a taxa de investimento defasada atribuindo um poder preditivo a ele que na verdade pertence ao efeito fixo da firma.

São duas as possíveis formas de contornar o problema de endogeneidade: utilizando o *Difference* GMM, em que se transforma os dados tirando a primeira diferença das variáveis para remover os efeitos fixos; ou por meio do *System* GMM, que estima simultaneamente, em diferença e em nível, as duas equações sendo distintamente instrumentalizadas: a equação em nível é instrumentalizada pelas primeiras diferenças defasadas e a equação em diferença é instrumentalizada pelas variáveis em nível defasadas (ROODMAN, 2006).

Para Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998), a defasagem no GMM, mesmo que assintoticamente válida, pode gerar inadequação e estimativas enviesadas. Isso acontece sempre que as variáveis explicativas endógenas são muito persistentes no tempo e, portanto, possuem pouca correlação com as primeiras diferenças. Para minimizar esse problema, Blundell e Bond (1998) desenvolveram uma extensão importante, o *System* GMM. Assim, utilizou-se o *System* GMM na estimação dos modelos do trabalho.

Para testar se há autocorrelação entre os instrumentos e os regressores endógenos, mas não entre os instrumentos e os termos do erro, foram utilizados o Teste Hansen e o teste de autocorrelação sugerido por Arellano e Bond (1991).

4.6 MODELOS ECONOMETRÍCOS ESTIMADOS

Foram estimados 4 modelos econométricos, por meio do *System* GMM, todos eles considerando as variáveis *dummy* de ano. Em todos os modelos foram utilizadas como variáveis

endógenas a capacidade produtiva, a taxa de lucro operacional e a taxa de pagamento ao acionista. O primeiro modelo considerou apenas as variáveis *dummy* de ano, o segundo as variáveis *dummy* de setor, o terceiro as variáveis *dummy* de grau de governança corporativa e o quarto as variáveis *dummy* de porte das empresas. Os resultados desses modelos serão apresentados no próximo capítulo.

As variáveis de ano foram utilizadas no intuito de isolar os choques macroeconômicos que não estão associados à heterogeneidade individual das empresas. Já as variáveis *dummy* de setor são importantes para isolar as singularidades dos setores que não são capturados pelos outros regressores o que possibilita verificar se a financeirização afeta os diferentes 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. Portanto, tem-se que a maior parte das empresas da amostra são empresas industriais.

Foram utilizadas ainda variáveis *dummy* de grau de Governança Corporativa para verificar se as empresas com diferentes graus de GC são impactadas pela financeirização de forma distinta. Para tal, foi feita uma divisão das firmas de acordo com os segmentos de listagem da B³, 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.

As empresas que pertencem ao segmento Tradicional possuem o nível mais baixo de GC ao passo que as que fazem parte do Novo Mercado possuem o mais alto grau de GC. A literatura aponta que empresas com uma boa GC são compromissadas com uma série de práticas que vão em direção a uma maximização do valor ao acionista de forma que é esperado que essas firmas paguem mais dividendos e, portanto, sejam mais afetadas pela financeirização.

Foram utilizadas ainda variáveis *dummy* de porte no intuito de identificar se a financeirização afeta as empresas de diferentes portes de formas distintas. As empresas foram subdivididas, de acordo com o porte, utilizando a classificação da Receita Federal a depender do seu faturamento bruto anual, em reais: são consideradas microempresas, firmas com o faturamento menor do que 360 mil; pequenas, empresas com faturamento de 360 mil a 4,8 milhões; grande, empresas com um faturamento maior do que 4,8 milhões.

Com base na classificação acima apresentada, tem-se que das 257 empresas utilizadas na presente dissertação, 63 foram classificadas como micro, 135 como pequenas e 59 como grandes. 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.

Dessa forma, espera-se 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 forma de dividendos.

Além da estimação dos modelos com as 257 empresas da amostra também foram estimados os mesmos 4 modelos excluindo as empresas Petrobrás e Vale para verificar se essas empresas impactaram nos resultados de forma significativa. Os resultados de todos esses modelos foram estimados por meio do *Software Stata* e são apresentados e discutidos no próximo capítulo.

5 ANÁLISE DOS RESULTADOS

O presente capítulo apresenta a análise descritiva das variáveis do modelo, os resultados dos indicadores calculados no trabalho e também os 4 modelos econométricos estimados por meio do GMM.

5.1 ANÁLISE DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS

A Tabela 1 apresenta as estatísticas básicas que descrevem as principais características das variáveis utilizadas no trabalho. A estatística descritiva inclui o número de observações, a média, o desvio-padrão, o valor máximo e o valor mínimo.

Tabela 1 - Estatísticas descritivas das variáveis do modelo

Variável	Observações	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
I/K	1.222	0,0082	0,2592	-0,9130	1
V/K	1.222	9,0949	16,329	0	99,6437
π /K	1.222	1,3343	4,1723	-0,9627	67,7110
D/A	1.222	0,7096	0,6116	0,0449	9,3422
J/D	1.222	0,1013	0,0964	0	1,5874
P_f /A	1.222	0,4358	2,0486	0	20,9283
A_f /A	1.222	0,0439	0,0835	0	0,6422
π_f /A	1.222	0,0367	0,0688	0	1,5314

Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do Economática e da B3.

Pela tabela acima é possível visualizar 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 o pagamento financeiro foi de, em média, 43,94%; as aplicações financeiras de, em média, 4,39% e o lucro financeiro de, em média, 3,67%.

Além do resultado médio dessas variáveis é interessante também avaliar a média anual de cada uma delas para que seja possível identificar seu o comportamento ao longo dos anos.

Os resultados das variáveis reais que podem influenciar na taxa de investimento produtivo são apresentados na Tabela 2, ao passo que os resultados das variáveis financeiras que podem determinar a taxa de investimento produtivo são apresentados pela Tabela 3.

Tabela 2 - Média anual das variáveis reais determinantes do investimento produtivo

	I/K	V/K	π/K	J/D
2011	0,0942	6,8591	1,0111	0,0935
2012	0,0684	7,4174	1,0915	0,0881
2013	-0,0277	7,2228	1,4612	0,0898
2014	0,0315	7,4287	1,0837	0,0943
2015	-0,0560	7,3955	0,8693	0,1336
2016	-0,0617	6,8327	0,7263	0,1220

Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do Economática e da B3.

Com relação às variáveis reais determinantes do investimento em capital fixo têm-se que a taxa de investimento sofreu uma queda considerável, passando de 9,42% em 2011 para -6,17% em 2016. A capacidade produtiva das empresas analisadas variou pouco durante o período analisado. A taxa de lucro operacional caiu de 101,11%, em 2011, para 72,63%, em 2016. Já o custo da dívida aumentou de 9,35% para 12,20%.

Tabela 3 - Média anual das variáveis financeiras determinantes do investimento produtivo

	D/A	P_f/A	A_f/A	π_f/A
2011	0,8017	0,5194	0,0473	0,0326
2012	1,0014	0,4219	0,0383	0,0300
2013	1,0683	0,4778	0,0428	0,0282
2014	0,9701	0,5089	0,0387	0,0305
2015	0,9897	0,5385	0,0407	0,0527
2016	0,9474	0,5078	0,0453	0,0561

Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do Economática e da B3.

No que diz respeito às variáveis financeiras determinantes do investimento produtivo tem-se que a taxa de endividamento aumentou de 80,17% para 94,74%, a taxa de pagamento financeiro e o nível de aplicações financeiras variaram pouco durante o período, mas quando comparamos 2011 com 2016 tem-se uma pequena queda de 51,94% para 50,78%, no caso da

taxa de pagamento ao acionista, e de 4,73% para 4,53% em 2016 no caso das aplicações financeiras. Contudo, tem-se um aumento significativo na taxa de lucro financeiro do período, que passou de 3,26% em 2011 para 5,61% em 2016.

5.2 INDICADORES

São apresentados nesse tópico o resultado dos indicadores que representam: a) o investimento em capital fixo; b) o resultado operacional em comparação ao resultado financeiro; c) o endividamento das empresas.

5.2.1 Indicadores de Investimento em Capital Fixo

A Tabela 4 apresenta os resultados de dois indicadores de investimento, sendo eles a participação do Imobilizado no Ativo Total e no Ativo Não Circulante. O Ativo Total é um grupo de contas do Balanço Patrimonial e engloba todos os bens e direitos da empresa, sendo dividido em Ativo Circulante, em que são apresentados os ativos de maior liquidez, e o Ativo Não Circulante, em que são evidenciados os ativos de menor liquidez. O Imobilizado é uma conta do Ativo Não Circulante e representa o investimento em capital fixo da empresa.

Tabela 4 - Resultado médio anual da participação do Imobilizado (IMO) no Ativo Total (AT) e Ativo Não Circulante (ANC)

Ano	IMO/AT	IMO/ANC
2011	0,2688	0,4709
2012	0,2694	0,4665
2013	0,2604	0,4554
2014	0,2612	0,4544
2015	0,2632	0,4461
2016	0,2589	0,4383

Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do Economática e da B3.

Pode-se perceber, pela tabela acima, a queda do investimento produtivo por meio da diminuição da participação do Imobilizado tanto no Ativo Total quanto no Ativo Não-

Circulante. A participação do Imobilizado no Ativo Total caiu de 26,88% em 2011 para 25,89% em 2016, já a participação do Imobilizado no Ativo Não-Circulante diminuiu de 47,09% para 43,83% no mesmo período.

Esses resultados evidenciam que as empresas não-financeiras não estão fazendo novos investimentos produtivos, pelo contrário, estão diminuindo o seu imobilizado nos últimos anos o que pode ser consequência da financeirização.

5.2.2 Indicadores do Nível de Receita Financeira

A Tabela 5 mostra a relação entre Receita Operacional/ Receita Financeira/ Lucro Operacional e o Ativo Total. A Receita Operacional, Receita Financeira e o Lucro Operacional são contas que fazem parte da DRE.

A Receita Operacional constitui a receita obtida com a venda de produtos, mercadorias ou prestação de serviços, a depender do tipo de empresa. A Receita Financeira engloba receitas que não são provenientes da atividade operacional da empresa- como juros recebidos, descontos concedidos ou rendimentos das aplicações financeiras. Já o Lucro Operacional, também chamado de EBIT (Earnings Before Interest and Taxes), é o lucro calculado antes de se descontar as taxas e impostos.

Tabela 5 - Resultado médio anual da razão entre Receita Operacional (RO), Receita Financeira (RF), e Lucro Operacional (LO) no Ativo Total (AT)

Ano	RO/AT	RF/AT	LO/AT
2011	0,7511	0,0337	0,0931
2012	0,7730	0,0286	0,0843
2013	0,7660	0,0274	0,0845
2014	0,7608	0,0289	0,0750
2015	0,7211	0,0481	0,0592
2016	0,7119	0,0435	0,0566

Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do Economática e da B3.

Pode-se perceber, pela tabela acima, que a razão entre Receita Operacional e Ativo Total diminuiu no decorrer dos anos, indo de 75,11% em 2011 para 71,19% em 2016, indicando uma diminuição da receita proveniente da atividade de fim da empresa. Já a Receita Financeira sobre o Ativo Total teve um aumento no mesmo período, passando de 3,37% para 4,35%, o que

mostra um aumento da receita financeira. Tem-se ainda que o Lucro Operacional com relação ao Ativo Total caiu de 9,31% para 5,66% de 2011 para 2016, evidenciando a diminuição do lucro advindo da atividade de fim das firmas.

A Tabela 6 apresenta os resultados da Receita Financeira em razão do Lucro Bruto e da Receita Operacional. O Lucro Bruto é calculado subtraindo os custos de se produzir a mercadoria da Receita Líquida.

Tabela 6 - Resultado médio anual da participação da Receita Financeira (RF) no Lucro Bruto (LB) e na Receita Operacional (RO)

Ano	RF/LB	RF/ RO
2011	0,2722	0,0613
2012	0,2320	0,0480
2013	0,4660	0,0498
2014	0,5790	0,0535
2015	0,3755	0,0898
2016	0,3934	0,0859

Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do Economática e da B3.

Os resultados apresentados na tabela acima evidenciam que a Receita Financeira cresceu, comparativamente ao Lucro Bruto, indo de 27,22% do Lucro Bruto em 2011 para 39,34% em 2016. Pode-se verificar o aumento da importância da Receita Financeira também quando a comparamos com a Receita Operacional, pois a razão aumentou de 6,13% para 8,59% no período analisado.

Portanto, fazendo uma análise geral dos resultados dos indicadores evidenciados nas Tabelas 5 e 6 percebe-se que, embora a maior fonte de receita das empresas não-financeiras seja proveniente da atividade operacional, a atividade financeira vem ganhando cada vez mais espaço em detrimento da atividade de fim das firmas no período analisado indicando assim que a economia brasileira vem se tornando mais financeirizada.

5.2.3 Indicadores de Endividamento

A Tabela 7 apresenta os indicadores de endividamento da empresa. A empresa pode financiar o seu ativo de duas formas, por meio de capital de terceiros, que é representado pelo Passivo Total ou com capital próprio, que é evidenciado pelo Patrimônio Líquido da empresa.

Assim, a razão entre o Passivo Total e o Patrimônio Líquido evidencia que, no geral, houve um aumento do endividamento quando comparado com o capital próprio passando de 163,39% em 2011 para 217,26% em 2016.

O Passivo pode ser de curto ou longo prazo sendo que as obrigações de curto prazo são representadas pelo Passivo Circulante ao passo que as obrigações de longo prazo são representadas pelo Passivo Não Circulante. O segundo indicador analisado nos mostra que as empresas estão aumentando o seu endividamento de curto prazo, que passou de 47,74% do Passivo Total em 2011 para 50,06% em 2016.

O passivo da empresa pode ainda ser dividido em Passivo Oneroso e Passivo Não Oneroso. O Passivo Oneroso engloba obrigações que geram despesa financeira para a empresa, como empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo, ao passo que o Passivo Não Oneroso engloba as obrigações que não geram despesa financeira. O Passivo Oneroso aumentou de 26,59% do Patrimônio Líquido em 2011 para 40,49% em 2016, indicando que as empresas estão utilizando cada vez mais de capital de terceiros que geram despesas financeiras para a empresa.

Tabela 7 - Resultado médio anual da razão entre o Passivo Total (PT) e o Patrimônio Líquido (PL), o Passivo Circulante (PC) e o Passivo Total (PT) e o Passivo Oneroso (PO) e o Patrimônio Líquido

Ano	PT/PL	PC/PT	PO/PL
2011	1,6339	0,4774	0,2659
2012	3,4226	0,4765	0,2790
2013	1,7460	0,4560	0,2171
2014	1,8416	0,4716	0,2654
2015	2,6784	0,4786	0,3768
2016	2,1726	0,5006	0,4049

Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do Economática e da B3.

Fazendo uma conclusão geral considerando o resultado dos indicadores pode-se perceber que o gasto com capital fixo das empresas caiu durante o período; a Receita Operacional diminuiu ao mesmo tempo em que a Receita Financeira aumentou; teve-se também uma elevação no endividamento da empresa, sendo que o crescimento se deu nas dívidas de curto prazo e dívidas que geram despesa financeira. Percebe-se então que o aumento no endividamento não está sendo usado para financiar um aumento no investimento produtivo das mesmas.

Assim, o cálculo desses indicadores nos mostra que vem ocorrendo uma queda do investimento em capital fixo; um aumento da dependência das empresas produtivas com relação à receita financeira; uma elevação no endividamento das empresas.

Tais constatações vão de encontro à literatura abordada na presente dissertação. Minsky (1986) defende que as inovações e a desregulamentação financeira causam um aumento nas fontes de lucro não-operacional afetando a estrutura financeira das empresas o que provoca um aumento da fragilidade financeira e da instabilidade das economias. Ainda segundo o autor as inovações financeiras possibilitaram a criação de novas formas de captação de recursos o que permite o aumento do endividamento das firmas.

Crotty (2002) e Duménil e Lévy (2004) também argumentam que com a financeirização as empresas aumentam a posse de ativos financeiros como uma nova fonte de geração de riqueza e não somente como reserva de capital para investimentos futuros o que provoca uma queda no lucro operacional e um aumento do endividamento das firmas.

5.3 ESTIMATIVA ECONOMETRICA

Foram estimados quatro modelos econométricos utilizando as empresas da amostra e as oito variáveis já apresentadas, sendo que todos eles consideraram as variáveis *dummy* de ano. Como já ressaltado na metodologia em todos os modelos foram utilizadas como variáveis endógenas a capacidade produtiva, a taxa de lucro operacional e a taxa de pagamento ao acionista.

O primeiro modelo considerou apenas as variáveis *dummy* de ano, o segundo as variáveis *dummy* de setor, o terceiro as variáveis *dummy* de grau de Governança Corporativa e o quarto as variáveis *dummy* de porte das empresas. Os resultados desses modelos estão apresentados na Tabela 8.

Tabela 8 - Resultado dos 4 modelos estimados por meio do *System GMM* para todas as empresas da amostra

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 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 ** (0,0111)	0,1311 *** (0,003)	0,0738 ** (0,034)	0,0569 * (0,082)
<i>Dummy</i> de ano	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummy</i> indústria	-	-0,0602 * (0,043)	-	-
<i>Dummy</i> serviços	-	-0,0334 (0,247)	-	-
<i>Dummy</i> nível 1	-	-	-0,0370 (0,117)	-
<i>Dummy</i> nível 2	-	-	0,0309 (0,377)	-
<i>Dummy</i> Bovespa mais	-	-	-0,0230 (0,722)	-
<i>Dummy</i> novo mercado	-	-	0,0229 (0,215)	-
<i>Dummy</i> pequena	-	-	-	0,0238 (0,328)
<i>Dummy</i> grande	-	-	-	0,0425 (0,108)
<i>Nº de instrumentos</i>	53	67	57	55
<i>Nº de observações</i>	950	950	950	950
<i>Nº de grupos</i>	257	257	257	257
<i>Teste AR (1)</i>	0,000	0,000	0,000	0,000
<i>Teste AR (2)</i>	0,177	0,195	0,172	0,183
<i>Teste Hansen</i>	0,563	0,459	0,645	0,573

Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do Economática e da B3.

p-valor entre parênteses: ***<0,01, **<0,05, *<0,1 que se referem, respectivamente, a significância em nível de 1%, 5% e 10%.

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, como esperado. O Teste *Hansen* não rejeita a hipótese nula de exogeneidade do grupo total de instrumentos e correta especificação dos modelos, indicando que os instrumentos são exógenos e os modelos estão bem especificados.

Analisando os resultados dos modelos acima apresentados tem-se que no Modelo 1, que considera apenas as variáveis *dummy* de ano, a taxa de lucro operacional, a taxa de endividamento, o custo do endividamento e a taxa de pagamento financeiro foram significativos indicando que essas variáveis defasadas impactaram de forma significativa no investimento produtivo no período atual. Já a taxa de investimento, a capacidade produtiva, a taxa de aplicação financeira e a taxa de receita financeira do período anterior não foram significativas para explicar o investimento produtivo do período atual.

Já no Modelo 2, que considera as variáveis *dummy* de setor (sendo eles indústria, comércio e prestação de serviços) a taxa de lucro operacional, a taxa de endividamento e a taxa de pagamento financeiro foram significativos indicando que essas variáveis defasadas impactaram de forma significativa no investimento produtivo no período atual. Já a taxa de investimento, a capacidade produtiva, o custo do endividamento, a taxa de aplicação financeira e a taxa de receita financeira do período anterior não foram significativas para explicar o investimento produtivo do período atual. A diferença no resultado do Modelo 1 para o Modelo 2 está na variável “custo do endividamento”, que foi significativa no primeiro modelo, mas não no segundo.

No Modelo 3, que considera as variáveis *dummy* que indicam grau de Governança Corporativa (sendo eles Tradicional, Nível 1, Nível 2, Bovespa Mais e Novo Mercado) a taxa de lucro operacional, a taxa de endividamento, o custo do endividamento e a taxa de pagamento financeiro foram significativos indicando que essas variáveis defasadas impactaram de forma significativa no investimento produtivo no período atual. Já a taxa de investimento, a capacidade produtiva, o nível das aplicações financeiras e a taxa de receita financeira do período anterior não foram significativas para explicar o investimento produtivo do período atual. Esse modelo apresentou os mesmos resultados que o Modelo 1, no que diz respeito às variáveis que afetaram o investimento produtivo de forma significativa.

No Modelo 4, que considera as variáveis *dummy* de porte (sendo eles micro, pequena e grande) a taxa de lucro operacional, a taxa de endividamento e o custo do endividamento foram significativos indicando que essas variáveis defasadas impactaram de forma significativa no

investimento produtivo no período atual. Já a taxa de investimento, a capacidade produtiva, a taxa de pagamento financeiro, a taxa de aplicação financeira e a taxa de receita financeira do período anterior não foram significativas para explicar o investimento produtivo do período atual. Esse foi o único modelo no qual a variável “taxa de pagamento financeiro” não foi significativa.

O fato de o lucro operacional ter afetado o investimento produtivo, de forma positiva e significativa, nos 4 modelos indica que quanto maior o lucro operacional do período anterior maior o investimento em capital fixo do período atual, o que vai em consonância com o resultado esperado para esse coeficiente.

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 em todos os modelos o que também vai em consonância com os resultados esperados para esses coeficientes. Essas 3 variáveis afetaram o investimento em capital fixo, de forma negativa e significativa, nos Modelos 1 e 3; no Modelo 2 apenas a taxa de endividamento e a taxa de pagamento financeiro foram significativas; no Modelo 4 a taxa de lucro operacional, a taxa de endividamento e o custo do endividamento foram significativas.

O sinal negativo no coeficiente da taxa de endividamento se deu porque o pagamento de juros, resultante de uma maior alavancagem, reduziu a disponibilidade de recursos para o investimento em capital fixo¹⁶. Comprovando, assim, o efeito negativo da financeirização sobre o investimento produtivo, visto que a taxa de endividamento é uma das variáveis que indicam financeirização.

Já o sinal negativo no coeficiente 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 da taxa de pagamento aos acionistas negativo, por sua vez, indica que uma maior quantia monetária destinada ao pagamento de dividendos e juros sob o capital próprio diminuiu a disponibilidade de recursos para a realização de investimento produtivo. Os resultados dessas variáveis também nos mostram o efeito negativo da financeirização no investimento produtivo.

Como variáveis não significativas tem-se a taxa de investimento, a capacidade produtiva, a taxa de aplicação financeira e a taxa de receita financeira. O fato de o investimento produtivo e a capacidade produtiva do período anterior não terem sido significantes pode estar

¹⁶ Se o resultado do coeficiente da taxa de endividamento tivesse sido 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.

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 no investimento do período atual.

Já com relação ao resultado referente às taxas de aplicação e receita financeira, que também não foram significativas, pode-se concluir que a financeirização não está impactando o investimento produtivo no sentido de um aumento das aplicações em ativos financeiros e uma elevação da renda proveniente desses ativos estar prejudicando, de forma significativa, o investimento em capital fixo. Essa conclusão vai em desacordo com a literatura a respeito da financeirização e pode ser resultado das peculiaridades da financeirização da economia brasileira.

Com relação às variáveis *dummy* de 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. Já o setor de serviços sofre os impactos da financeirização de forma parecida quando comparado às empresas 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 utilizado como controle. Nenhuma das variáveis *dummy* de GC foram significativas no modelo de forma que se entende que o fato de as empresas possuírem diferentes graus de GC não influencia nos resultados do modelo econométrico, o que vai em desacordo com os resultados encontrados por Castelo Branco (2010) que identificou que o investimento produtivo em empresas com um maior grau de GC sofrem mais os impactos 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 das variáveis *dummy* de porte foram significativas no modelo de forma que se entende que o fato de as empresas possuírem diferentes tamanhos não influencia nos resultados do modelo econométrico, o que não vai em consonância com a literatura sobre financeirização que estabelece que empresas de maior porte tendem a ser mais financeirizadas. Esse resultado vai em desacordo com resultados encontrados em outros trabalhos, como o de Davis (2018) e Castelo Branco (2010) que verificaram que a financeirização afetou, principalmente as grandes empresas.

Fazendo uma análise geral da significância das variáveis no que diz respeito ao seu impacto no investimento produtivo tem-se que as variáveis reais que afetaram o investimento

produtivo foram a taxa de lucro operacional e o custo do endividamento, a primeira afetando positivamente e a última afetando negativamente o investimento em capital fixo. Já como variáveis financeiras tem-se que a taxa de endividamento e a taxa de pagamento financeiro afetaram o investimento produtivo de forma negativa e significativa.

Assim, tem-se que a financeirização afetou negativamente o investimento produtivo por meio do aumento do endividamento e do pagamento financeiro, pois um aumento do pagamento de juros sob capital de terceiros, juros sob o capital próprio e dividendos diminuiu 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 evidencia o impacto negativo e significativo da financeirização sobre o investimento produtivo das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto para o período de 2010-2016, ou seja, para o período pós crise de 2008. Essa conclusão vai em consonância com a teoria abordada no trabalho e com os resultados apresentados por Castelo Branco (2010) para o período de 1995 a 2007, indicando assim que a financeirização continua impactando negativamente o investimento em capital fixo no período mais recente.

No que concerne aos resultados das variáveis *dummy* conclui-se que o investimento produtivo das indústrias é afetado pela financeirização de forma distinta dos demais setores da economia ao passo que o investimento produtivo empresas com diferentes graus de Governança Corporativa e tamanhos distintos são afetados pela financeirização da mesma forma. Esses resultados se diferenciam dos resultados encontrados por outros autores.

Além do modelo elaborado com todas empresas da amostra foi estimado ainda 4 modelos iguais aos apresentados na Tabela 8, mas desconsiderando as empresas Petrobrás e Vale por entender que tais empresas podem ter um grande impacto nos resultados. Contudo, os resultados obtidos com esse modelo foram muito próximos dos resultados obtidos quando tais empresas foram consideradas. Dessa forma, conclui-se que essas empresas não afetaram os resultados de forma considerável. Dessa forma, os resultados obtidos com esse modelo são apresentados no Apêndice B.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

São várias as conceituações para o termo financeirização. Essas definições englobam: a) as transformações ocorridas no setor financeiro e a forma como esse setor se conecta com outros setores da economia; b) uma nova forma de regulação, em que as variáveis financeiras impactam de forma significativa nas decisões econômicas; c) uma mudança na gestão das empresas, que começam a priorizar o rendimento do acionista; d) a globalização da atividade financeira, que passa a estar presente em cada vez mais famílias e empresas; e) a maior importância do setor financeiro com relação a economia real. Para fins dessa dissertação a financeirização foi definida como a elevação da atividade financeira das empresas não-financeiras e a ascensão da Governança Corporativa focada na maximização da riqueza do acionista.

A financeirização afeta as economias de várias formas, podendo-se destacar seus efeitos negativos no: investimento produtivo das empresas não-financeiras; aumento da instabilidade das economias, que passam a depender cada vez mais do mercado financeiro; endividamento, tanto das famílias quanto das empresas. O processo de financeirização tem modificado a governança das empresas, agora mais focada na criação de riqueza ao acionista, de forma que os gestores das empresas estão priorizando a geração de valor para o acionista e conseqüentemente os resultados a curto prazo, o que tem reduzido seus gastos com investimento produtivo e aumentado sua atividade financeira.

Para que houvesse o entendimento do processo de financeirização da economia brasileira foi necessário levar em consideração que o Brasil é uma economia em desenvolvimento e que, portanto, o processo de financeirização do país apresenta características distintas daquelas observadas nas economias desenvolvidas, como Estados Unidos e Reino Unido.

Esse processo deve ser entendido dentro do contexto institucional e organizacional do período. Em suma tem-se que: a) a partir de 1990 houve uma mudança de direcionamento nas políticas econômicas no sentido de uma maior liberalização comercial e financeira, o que impactou no saldo da Balança Comercial, na dívida pública e na composição da pauta de importação e exportação brasileira; b) os anos entre 2003 e 2008 foram de crescimento econômico e aumento na taxa de investimento; c) o período de crescimento foi interrompido pela crise de 2008; d) a partir de 2011 tanto as taxas de investimento quanto o crescimento do PIB apresentaram uma tendência decrescente.

No Brasil os indícios de financeirização podem ser percebidos a partir da década de 1970, contudo a financeirização se aprofundou a partir da década de 1990 e as mudanças na GC das empresas são ressaltada a partir dos anos 2000.

Considerando que não há um estudo econométrico que avalie a influência da financeirização no investimento em capital fixo no Brasil para o período mais recente o objetivo dessa dissertação foi demonstrar os impactos da financeirização sobre o investimento produtivo das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto, por meio do uso de dados contábeis-financeiros, para o período de 2010-2016. Partindo da análise de estudos empíricos realizados anteriormente o trabalho teve como hipótese que a financeirização afetou negativamente o investimento produtivo do período analisado.

Para que o objetivo do trabalho fosse alcançado, foram calculados inicialmente alguns indicadores no intuito de verificar a respeito da taxa de investimento, taxa de endividamento e nível de receita financeira das empresas não-financeiras brasileiras. Fez-se ainda a estimação de Modelos dinâmicos de dados em painel, calculados através do GMM na intenção de verificar a relação entre financeirização e investimento em capital fixo.

Os indicadores calculados representam o investimento em capital fixo, o nível da receita financeira e o endividamento das empresas. Fazendo uma conclusão geral considerando o resultado dos indicadores pode-se perceber que o gasto com capital fixo das empresas caiu durante o período; a Receita Operacional diminuiu ao mesmo tempo em que a Receita Financeira aumentou; teve-se também uma elevação no endividamento da empresa, sendo que o crescimento se deu nas dívidas de curto prazo e dívidas que geram despesa financeira.

Assim, o cálculo desses indicadores nos mostra que vem ocorrendo: a) uma queda do investimento em capital fixo; b) um aumento da dependência das empresas produtivas com relação à receita financeira; c) uma elevação no endividamento das empresas, endividamento esse que não está sendo usado para financiar um aumento no investimento produtivo das mesmas.

Tais constatações vão de encontro à literatura abordada na presente dissertação. Minsky (1986) defende que as inovações e a desregulamentação financeira causam um aumento nas fontes de lucro não-operacional afetando a estrutura financeira das empresas o que provoca um aumento da fragilidade financeira e da instabilidade das economias. Ainda segundo o autor as inovações financeiras possibilitaram a criação de novas formas de captação de recursos o que permite o aumento do endividamento das firmas.

Crotty (2002) e Duménil e Lévy (2004) também argumentam que com a financeirização as empresas aumentam a posse de ativos financeiros como uma nova fonte de geração de

riqueza e não somente como reserva de capital para investimentos futuros, o que provoca uma queda no lucro operacional e um aumento do endividamento das firmas.

Foram estimados ainda 4 modelos econométricos, por meio do GMM, utilizando 8 variáveis distintas. Dentre elas se encontram determinantes reais e financeiros do investimento produtivo. Como determinantes reais tem-se: a taxa de investimento produtivo, a capacidade produtiva, a taxa de lucro operacional, e o custo do endividamento. Já como determinantes financeiros tem-se as taxas de: endividamento, pagamento financeiro, aplicação financeira e receita financeira.

Todos os modelos econométricos consideram as variáveis *dummy* de ano e utilizaram, como variáveis endógenas, a capacidade produtiva, a taxa de lucro operacional e a taxa de pagamento ao acionista. O primeiro modelo considerou apenas as variáveis *dummy* de ano, o segundo as variáveis *dummy* de setor, o terceiro as variáveis *dummy* de grau de governança corporativa e o quarto as variáveis *dummy* de porte das empresas.

Fazendo uma análise geral da significância das variáveis no que diz respeito ao seu impacto no investimento produtivo tem-se que as variáveis reais que afetaram o investimento produtivo foram a taxa de lucro operacional e o custo do endividamento, a primeira afetando positivamente e a última afetando negativamente o investimento em capital fixo. Já como variáveis financeiras tem-se que a taxa de endividamento e a taxa de pagamento financeiro afetaram o investimento produtivo de forma negativa e significativa.

Assim, tem-se que a financeirização afetou negativamente o investimento produtivo por meio do aumento do endividamento e do pagamento financeiro, pois um aumento do pagamento de juros sob capital de terceiros, juros sob o capital próprio e dividendos diminuiu 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.

No que concerne aos resultados das variáveis *dummy* conclui-se que o investimento produtivo das indústrias é afetado pela financeirização de forma distinta dos demais setores da economia ao passo que o investimento produtivo empresas com diferentes graus de Governança Corporativa e tamanhos distintos são afetados pela financeirização da mesma forma.

A parte empírica como um todo evidencia o impacto negativo e significativo da financeirização sobre o investimento produtivo das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto para o período de 2010-2016. Essa conclusão vai em consonância com a teoria abordada no trabalho e com os resultados apresentados por Castelo Branco (2010) para o período de 1995 a 2007, indicando assim que a financeirização continua impactando negativamente o investimento em capital fixo no período mais recente.

REFERÊNCIAS

- AGLIETTA, Michel. Shareholder value and corporate governance: some tricky questions. **Economy and Society**, v. 29, n. 1, p. 146-159, 2000.
- ATTILIO, Luccas Assis; CAVALCANTE, Anderson. Empresas não-financeiras e o Impacto da estratégia shareholder value sobre o emprego no Brasil. **Análise Econômica**, v. 37, n. 73, p. 175-209, 2019.
- ARELLANO, Manuel; BOND, Stephen. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. **The review of economic studies**, v. 58, n. 2, p. 277-297, 1991.
- ARELLANO, Manuel; BOVER, Olympia. Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. **Journal of econometrics**, v. 68, n. 1, p. 29-51, 1995.
- BAER, W. **A economia brasileira**. Tradução de Edite Sciulli. 3. ed. São Paulo: Nobel, 2009. 541 p.
- BECKER, Joachim et al. Peripheral financialization and vulnerability to crisis: A regulationist perspective. **Competition & Change**, v. 14, n. 3-4, p. 225-247, 2010.
- BLUNDELL, Richard; BOND, Stephen. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. **Journal of econometrics**, v. 87, n. 1, p. 115-143, 1998.
- BONIZZI, Bruno. Financialization in developing and emerging countries: a survey. **International Journal of Political Economy**, v. 42, n. 4, p. 83-107, 2013.
- BONIZZI, Bruno; KALTENBRUNNER, Annina; POWELL, Jeffrey. Subordinate financialization in emerging capitalist economies. **Greenwich Papers in Political Economy**, p. 1-16, 2019.
- BOYER, Robert. 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.
- BOYER, R. **Teoria da Regulação: os fundamentos**. São Paulo: Estação Liberdade, 2009. 156 p.
- BRESSER-PEREIRA, L. C; MARCONI, N. Existe doença holandesa no Brasil? *In*: FÓRUM DE ECONOMIA DE SÃO PAULO, 4., 2008, São Paulo. **Anais [...]** São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2008. p. 1-21.
- BRUNO, Miguel A. P. **Acumulação de capital, distribuição e crescimento econômico no Brasil: uma análise dos determinantes de longo prazo**. Rio de Janeiro: IPEA, 2008.
- BRUNO, Miguel; CAFFÉ, Ricardo. Indicadores macroeconômicos de financeirização: metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil. *In*: BRUNO, Miguel (org.). **População, espaço e sustentabilidade: contribuições para o desenvolvimento do Brasil**. Rio de Janeiro: Escola Nacional de Ciências Estatísticas, 2015. p. 35-61.

BRUNO, Miguel *et al.* Finance-led growth regime in Brazil. **Revista de Economia Política**, v. 31, n. 5, p. 730-750, 2011.

B³. Brasil, Bolsa, Balcão. **Demonstrações financeiras padronizadas**: demonstração do Valor Adicionado. [S. l. : s. n.], 2019.

B³. Brasil, Bolsa, Balcão. **Segmentos de listagem**. [S. l. : s. n.], 2019.

CAMPOS FONSECA, Camila Veneo; SILVEIRA, Rodrigo Lanna Franco da; HIRATUKA, Celio. 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.

CARNEIRO, R. **Desenvolvimento em crise**: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Unesp, 2002. 424 p.

CARNEIRO, R. *et al.* **A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula**. São Paulo: Unesp, 2006. 352 p.

CASTELO BRANCO, Iracema Keila. **Financeirização e acumulação de capital no Brasil: 1995-2007**. 2010. 89 f. Dissertação (Mestrado em Economia do Desenvolvimento) - Faculdade de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul, Rio Grande do Sul, 2010.

CHESNAIS, F. **A mundialização do capital**. São Paulo: Xamã, 1996. 335 p.

CHESNAIS, François. Mundialização: o capital financeiro no comando. **Revista Outubro**, v. 5, p. 7-28, 2001.

CICCOLO JÚNIOR, John H.; BAUM, Christopher F. Changes in the balance sheet of the US manufacturing sector, 1926-1977. In: FRIEDMAN, Benjamin M. (ed.). **Corporate Capital Structures in the United States**. Chicago: University of Chicago Press, 1985. p. 81-116.

CORRÊA, Mariana Finello; LEMOS, Pedro de Medeiros; FEIJO, Carmem. Financeirização, empresas não financeiras e o ciclo econômico recente da economia brasileira. **Economia e Sociedade**, v. 26, p. 1127-1148, 2017.

CROTTY, James. The effects of increased product market competition and changes in financial markets on the performance of nonfinancial corporations in the neoliberal era. **Seoul Journal of Economics**, v. 15, n. 2, p. 193, 2002.

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.

DAVIS, Leila 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.

DAVIS, Aeron; WALSH, Catherine. The Role of the State in the Financialisation of the UK Economy. **Political Studies**, v. 64, n. 3, p. 666-682, 2015.

DEMIR, Firat. 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.

DUMÉNIL, Gérard; LÉVY, Dominique. The real and financial components of profitability (United States, 1952–2000). **Review of Radical Political Economics**, v. 36, n. 1, p. 82-110, 2004.

DUMÉNIL, G. e LÉVY, D. Costs and Benefits of Neoliberalism: a class analysis. *In*: EPSTEIN, G. A. (ed.). **Financialization and the World Economy**. Cheltenham: Edward Elgar, 2005. p. 17-45.

ECONOMÁTICA. **Economática**: tools for investment analysis, 2017.

EPSTEIN, Gerald. **Financialization, rentier interests, and central bank policy**. 2001. Disponível em: https://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/financial/fin_Epstein.pdf. Acesso em: 3 dez. 2019.

EVANS, John; HABBARD, Pierre. 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.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **The journal of law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.

FEIJÓ, Carmem; LAMÔNICA, Marcos Tostes; BASTOS, Julio Cesar Albuquerque. 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.

FERNANDEZ, Rodrigo; AALBERS, Manuel B. Financialization and housing: between globalization and Varieties of Capitalism. **Competition & Change**, v. 20, n. 2, p. 71-88, 2016.

GIAMBIAGI, F. *et al.* **Economia brasileira contemporânea: 1945-2010**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. 425 p.

GORGA, Érica. 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, n. 2, p.439-551, 2009.

HARRIS, Milton; RAVIV, Arthur. Corporate Control Contest and Capital Structure. **Journal of Finance Economic**, v. 45, n. 2, p. 321-349, 1990.

HART, Oliver; MOORE, John. Foundations of incomplete contracts. **The Review of Economic Studies**, v. 66, n. 1, p. 115-138, 1999.

JENSEN, Michael C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American economic review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

JENSEN, M. C. Value maximization and the corporate objective function. **Working Paper Harvard Business School**, p. 1-19, 2000.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KARWOWSKI, Ewa; STOCKHAMMER, Engelbert. 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.

KEYNES, John Maynard. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Atlas, 1982. 328 p.

KLEIN, Benjamin. Contracting costs and residual claims: the separation of ownership and control. **The Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 367-374, 1983.

LAZONICK, William; O'SULLIVAN, Mary. Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. **Economy and society**, v. 29, n. 1, p. 13-35, 2000.

MASSÓ, Matilde. The effects of government debt market financialization: the case of Spain. **Competition & Change**, v. 20, n. 3, p. 166-186, 2016.

MINSKY, H. **Stabilizing an Unstable Economy**. New Haven: Yale University Press, 1986. 384 p.

MIRANDA, Bernardo Pádua Jardim; CROCCO, Marco; SANTOS, Fabiana Borges Texeira dos. Impactos da financeirização sobre o padrão de financiamento e a governança das empresas não-financeiras brasileiras de capital aberto: período de 1995-2008. **Revista de Economia**, v. 41, n. 2, p. 7-30, 2015.

MIRANDA, Bernardo Pádua Jardim; MATOS, Cirlene Maria de. Financeirização e investimento produtivo: uma análise das empresas não financeiras do Novo Mercado da Bovespa. **Revista Econômica**, v. 18, n. 2, p. 1-29, 2017.

MIRANDA, Bernardo Pádua Jardim; CROCCO, Marco; SANTOS, Fabiana Borges Texeira dos. 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.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÓMICO (OECD). The OECD principles of corporate governance. **Contaduría y Administración**, n. 216, p. 183-194, 2004.

ORHANGAZI, Özgür. 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.

PALLEY, Thomas. **Financialization**: what it is and Why it Matters. New York: IMK at the Hans Boeckler Foundation, Macroeconomic Policy Institute, 2008. p. 1-30.

PAULA, Luiz Fernando de; MEYER, Tiago Rinaldi. 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, 2018. p. 1-17.

PLIHON, D. A. Economia de Fundos Próprios: um novo regime de acumulação financeira. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 13, dez. p. 41-56, 1999.

PLIHON, D. A. As Grandes Empresas Fragilizadas pela Finanças. *In*: CHESNAIS, F. (org.). **A Finança Mundializada**. São Paulo: Editora Boi Tempo, 2005. p. 133-151.

RECEITA FEDERAL. **Porte da empresa**. 2019.

ROODMAN, David. How to do xtabond2: an introduction to ‘difference’ and ‘system. **GMM in STATA**’: Center for Global Development Working Paper, n. 103, p. 1-44, 2006.

ROSA, Laís Castro; COSTA, Daniel Fonseca. Efeitos da crise mundial de 2008 na situação econômica e financeira das empresas brasileiras que compõem o Ibovespa. **Revista Mineira de Contabilidade**, v. 1, n. 53, p. 6-14, 2015.

SANTOS, Ana C.; RODRIGUES, João; TELES, Nuno. Semi-peripheral Financialisation and social reproduction: the case of Portugal. **New Political Economy**, v. 23, n. 4, p. 475-494, 2018.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **The journal of finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

STATA. **Statistic Data Analysis**. 2010.

STOCKHAMMER, Engelbert. Financialisation and the slowdown of accumulation. **Cambridge Journal of Economics**, v. 28, n. 5, p. 719-741, 2004.

STOCKHAMMER, Engelbert. Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime. **Competition & Change**, v. 12, n. 2, p. 184-202, 2008.

TORI, Daniele; ONARAN, Özlem. 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.

VAN TREECK, Till. Reconsidering the investment–profit nexus in finance-led economies: an ARDL-based approach. **Metroeconomica**, v. 59, n. 3, p. 371-404, 2008.

APÊNDICE A - Empresas utilizadas no trabalho

Quadro 4 - Listagem das empresas utilizadas no trabalho

Empresas				
Aco Altona	Copasa	GPC Part	Metisa	Saraiva Livr
Advanced-Dh	Copel	Grazziotin	Mills	Sauipe
AES Tiete E	Cosan Ltd	Grendene	Minasmaquinas	Schulz
Afluenta T	Cosern	Guararapes	Minerva	Senior Sol
Alliar	Coteminas	Haga S/A	Minupar	Ser Educa
Alpargatas	CPFL Energia	Helbor	MMX Miner	Sid Nacional
Altus S/A	CPFL Renovav	Hercules	Movida	SLC Agricola
Alupar	Cr2	Hoteis Othon	MRV	Smiles
Ambev S/A	Cremer	Hypermarcas	Mundial	Somos Educa
Ampla Energ	Cristal	Ideiasnet	Nadir Figuei	Sondotecnica
Anima	Csu Cardsyst	IGB S/A	Natura	Springs
Arezzo Co	Ctc S.A.	Ihparini	Nordon Met	SPTuris
Arteris	Cvc Brasil	Imc S/A	Nortquimica	Statkraft
Azevedo	Cyrela Realt	Ind Cataguas	Nova Oleo	Suzano Hold
Azul S.A.	Dasa	Inds Romi	Nutriplant	Suzano Papel
B2W Digital	Dimed	Inepar	Oderich	Technos
Bardella	Direcional	Iochp-Maxion	Odontoprev	Tecnisa
Baumer	Dohler	Itautec	OGX Petroleo	Tecnosolo
Bic Monark	Dtcom Direct	JBS	Oi	Tectoy
Biommm	Dufry AG	Jereissati	OSX Brasil	Tegma
Biosev	Duratex	JHSF Part	Ourofino S/A	Teka
Bombril	Ecorodovias	Joao Fortes	P.Acucar-Cbd	Tekno
BR Home	Elekeiroz	Josapar	Panatlantica	Telebras
BR Pharma	Elektro	JSL	Paranapanema	Telef Brasil
Bradespar	Elektrobras	Karsten	PDG Realt	Tenda
Brasilagro	Eletropaulo	Kepler Weber	Pet Manguinh	Terra Santa
Braskem	Embraer	Klabin S/A	Petrobras	Tex Renaux
BRF SA	Encorpar	Kroton	Petrório	Tim Part S/A
Brq	Energias BR	La Fonte Tel	Pettenati	Time For Fun
Buettner	Energisa Mt	Le Lis Blanc	Plascar Part	Totvs
Cabambiental	Eneva	Linx	Pomifrutas	Tran Paulist
Cambuci	Engie Brasil	Lix da Cunha	Portobello	Trevisa
Casan	Equatorial	Localiza	Positivo Tec	Trisul
CCR SA	Estacio Part	Locamerica	Pq Hopi Hari	Triunfo Part
Ccx Carvao	Estrela	Log-In	Pratica	Tupy
Ceb	Eternit	Lojas Americ	Profarma	Ultrapar
Cedro	Eucatex	Lojas Hering	Prumo	Unicasa
Ceee-D	Even	Lojas Marisa	Qgep Part	Unipar
Ceg	Excelsior	Lojas Renner	Qualicorp	Usiminas

Celesc	Eztec	Lupatech	Quality Soft	Vale
Celgpar	Fer Heringer	M.Diasbranco	RaiaDrogasil	Valid
Celipa	Ferbasa	Maestroloc	Randon Part	Viavarejo
Celpe	Fibam	Magaz Luiza	Recrusul	Viver
Celul Irani	Fibria	Magnesita SA	Rede Energia	Vulcabras
Cemig	Fleury	Mangels Indl	Riosulense	Weg
Cesp	Forja Taurus	Marcopolo	Rodobensimob	Wetzel S/A
Cia Hering	Fornodeminas	Marfrig	Rossi Resid	Whirlpool
Cinesystem	Fras-Le	Melhor SP	Sabesp	Wilson Sons
Coelba	Gafisa	Mendes Jr	Sansuy	Wlm Ind Com
Coelce	Ger Paranap	Metal Iguacu	Santanense	
Const A Lind	Gerdau	Metal Leve	Santos Brp	
Contax	Gol	Metalfrio	Sao Martinho	

Fonte: Elaboração Própria.

APÊNDICE B - Resultado das estimações excluindo as empresas Vale e Petrobrás

Tabela 9 - Resultado das estimações por meio do System GMM, excluindo as empresas Vale e Petrobrás

Variável	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
<i>Investimento</i> t_{-1}	0,0557 (0,281)	0,0704 (0,202)	0,0553 (0,283)	0,0612 (0,232)
<i>Capacidade Produtiva</i> t_{-1}	-0,0018 (0,358)	-0,0028 (0,168)	-0,0018 (0,385)	-0,0017 (0,356)
<i>Lucro Operacional</i> t_{-1}	0,0064 ** (0,047)	0,0057 * (0,090)	0,0064 ** (0,037)	0,0065 ** (0,038)
<i>Endividamento</i> t_{-1}	-0,0273 ** (0,013)	-0,0326 *** (0,000)	-0,0265 ** (0,022)	-0,0203 * (0,069)
<i>Custo Endividamento</i> t_{-1}	-0,4955 * (0,060)	-0,3697 (0,267)	-0,4747 * (0,092)	-0,5074 ** (0,048)
<i>Pgto Financeiro</i> t_{-1}	-0,0077 * (0,062)	-0,0085 * (0,085)	-0,0075 *** (0,007)	-0,0203 (0,108)
<i>Aplicação Financeira</i> t_{-1}	0,1479 (0,348)	0,2160 (0,159)	0,1951 (0,197)	-0,5074 (0,426)
<i>Receira Financeira</i> t_{-1}	0,1587 (0,606)	0,0571 (0,867)	0,1371 (0,669)	0,1548 (0,604)
Constante	0,0811 ** (0,012)	0,1320 *** (0,003)	0,0730 ** (0,040)	0,0565 * (0,085)
<i>Dummy de ano</i>	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummy indústria</i>	-	-0,0601 ** (0,043)	-	-
<i>Dummy serviços</i>	-	-0,0343 (0,235)	-	-
<i>Dummy nível 1</i>	-	-	-0,0397 (0,103)	-
<i>Dummy nível 2</i>	-	-	0,0321 (0,358)	-
<i>Dummy Bovespa mais</i>	-	-	-0,0223 (0,731)	-
<i>Dummy novo mercado</i>	-	-	0,0235 (0,202)	-
<i>Dummy pequena</i>	-	-	-	0,0237 (0,331)
<i>Dummy grande</i>	-	-	-	0,0430 (0,111)
<i>Nº de instrumentos</i>	53	67	57	55
<i>Nº de observações</i>	940	940	940	940
<i>Nº de grupos</i>	255	255	255	255
<i>Teste AR (1)</i>	0,000	0,000	0,000	0,000
<i>Teste AR (2)</i>	0,170	0,189	0,166	0,176
<i>Teste Hansen</i>	0,566	0,468	0,651	0,578

Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do Economática e da B3.

p-valor entre parênteses: ***<0,01, **<0,5, *<0,1 que se referem, respectivamente, a significância em nível de 1%, 5% e 10%.