

# Impactos da Financeirização no Investimento Produtivo e na Fragilidade das Empresas Brasileiras Não-Financeiras de Capital Aberto: 2010-2016

Isabella Oliveira Martins<sup>1</sup>  
Bernardo Pádua Jardim de Miranda<sup>2</sup>

## Resumo

A financeirização é um fenômeno que pôde ser observado nos Estados Unidos a partir dos anos 1980. Já na economia brasileira esse processo teve início a partir da década de 1990. Para fins desse artigo 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 investigar o efeito da financeirização sobre o investimento produtivo e a fragilidade das empresas brasileiras não-financeiras entre os anos de 2010 a 2016. Para isto, foram analisados o padrão de financiamento das empresas, a taxa de investimento, os índices de endividamento, de solvência, dentre outros indicadores. Teve-se como resultado que a financeirização das empresas vem se aprofundando o que tem reduzido seus gastos com investimento produtivo e aumentado sua atividade financeira, seu endividamento e sua fragilidade.

**Palavras-chave:** Financeirização; Investimento; Fragilidade.

## Abstract

Financialization is a phenomenon that could be observed in the United States since the 1980s. But in Brazil this process began in the 1990s. For the purposes of this article, financialization was defined as the increase of the financial activity of non-financial companies and the rise of Corporate Governance focused on maximizing shareholder value. The objective of this study was to investigate the effect of financeirization on the productive investment and on the fragility of Brazilian nonfinancial companies among the years 2010 and 2016. For this purpose, the pattern of corporate financing, the investment rate, the debt rate, the solvency indicators and others indicators were analyzed. The results indicate that the companies' financialization has been growing what has reduced their spending on productive investment and increased their financial activity, their indebtedness and their fragility.

**Key words:** Financialization; Investment; Fragility.

**JEL:** E22; E12 e F65.

## 1. Introdução

A financeirização é um fenômeno que pôde ser observado nos Estados Unidos a partir dos anos 1980, pois ocorreram mudanças na orientação estratégica dos gestores na alocação dos recursos da empresa: passou-se do “reter e investir” para o “*downsize* e distribuir” (LAZONICK e O’SULLIVAN, 2000). Já na economia brasileira, a financeirização pode ser observada a partir da década de 1990, como mostrado por Bruno (2008) e Bruno e Caffé (2015).

Com isso, 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

---

<sup>1</sup> Aluna do mestrado em economia do PPGEconomia/Unifal-MG.

<sup>2</sup> Professor do ICSA/Unifal-MG e do PPGEconomia/Unifal-MG.

financeiro e o surgimento do investidor institucional como responsáveis pelo início desse processo. Assim, a financeirização pode ser vista como consequência das transformações do capitalismo (FERNANDEZ; AALBERS, 2016).

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 enxerga a financeirização como um novo conceito dentro das empresas, em que a Governança Corporativa passa a ser voltada para a maximização do valor do acionista; já 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. No presente artigo, considera-se a visão de financeirização da segunda categoria. Dessa forma, a financeirização pode ser definida como a elevação da atividade financeira das empresas e a ascensão da Governança Corporativa focada na maximização da riqueza do acionista.

Para Tori e Onaran (2016), a literatura ortodoxa estabelece que o mercado financeiro facilita o financiamento e a alocação eficiente do investimento, já a literatura Pós-Keynesiana, como evidenciado por Davis (2018), mostra que o mercado financeiro pode ter resultados ambíguos sobre o investimento produtivo e o crescimento econômico, pois o lucro do investimento financeiro pode ser usado pela empresa para fazer investimento produtivo, o que impactaria positivamente na acumulação de capital, ou para distribuir dividendos, o que seria prejudicial para o investimento fixo. A maioria dos estudos empíricos mostra que o efeito da financeirização sobre o investimento produtivo a nível mundial tem sido negativo, pois há um aumento das aplicações financeiras das empresas e uma maior distribuição da riqueza para os acionistas. Assim, a hipótese do trabalho é a de que a financeirização afeta negativamente o investimento produtivo brasileiro.

São vários os estudos que tratam do tema sobre os efeitos da financeirização sobre o investimento produtivo. Tem-se como principais trabalhos os artigos de Orhangazi (2007), Demir (2009) e Davis (2018). Todos os autores concluíram que, no geral, a financeirização afetou negativamente o investimento produtivo dos países analisados. Também há uma quantidade considerável de trabalhos que analisam o impacto na financeirização no investimento fixo do Brasil, como: Bruno (2008), Castelo Branco (2010), Bruno e Café (2015), Miranda *et al.* (2015), Miranda e Matos (2016), Feijó *et al.* (2016) e Paula e Meyer (2018). Todos esses trabalhos, com exceção do trabalho de Paula e Meyer (2018), encontraram evidências que mostram que a financeirização afetou, de forma negativa, o investimento produtivo no país.

O objetivo desse trabalho é investigar o efeito da financeirização sobre o investimento produtivo e a fragilidade das empresas não-financeiras brasileiras entre os anos de 2010 a 2016. Para isto, será analisado o padrão de financiamento das empresas, a taxa de investimento, os índices de

endividamento, de solvência, entre outros indicadores. Os dados foram obtidos nos relatórios contábeis e financeiros disponível no Economática e na BM&FBovespa.

Esse artigo está dividido em duas partes, além dessa introdução e das considerações finais. A primeira parte apresenta as definições da financeirização e seus impactos sobre o investimento produtivo das empresas não-financeiras. A segunda parte investiga os efeitos da financeirização sobre o investimento produtivo e a fragilidade das empresas não-financeiras de capital aberto entre os anos de 2010-2016.

## **2. A financeirização das empresas não-financeiras**

O presente tópico define financeirização de acordo com diversos autores, trata da financeirização e da Governança Corporativa focada na riqueza do acionista, discorre sobre a financeirização da economia brasileira e mostra os resultados dos estudos empíricos que analisaram o impacto da financeirização no setor produtivo, tanto a nível mundial quanto especificamente para o caso do Brasil.

### **2.1. Definição de financeirização**

De acordo com Stockammer (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, portanto são várias as possíveis definições. Assim, apresenta-se no presente tópico algumas definições de financeirização de acordo com diferentes autores.

Para Aglietta (2000), Boyer (2000)<sup>3</sup> e Chesnais (2001), a financeirização consiste na supremacia das finanças direcionando e moldando a acumulação de capital das economias capitalistas. Assim, 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, pela determinação da parcela do lucro que será destinado ao investimento e pelo incentivo à privatização e à 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 “*downsize* e distribuir”. Com esse novo regime a dimensão das empresas é reduzida, principalmente por meio da queda da força de trabalho, como forma de aumentar o retorno do capital próprio. Tem-se ainda que passa a haver uma maior

---

<sup>3</sup> O autor definiu esse regime de supremacia das finanças direcionando e moldando a acumulação de capital econômico como “*Finance-led growth regime*”. Assim, para o autor as decisões de investimento são geridas principalmente pela norma de rentabilidade real ofertada pelos mercados financeiros o que leva ao crescimento econômico.

distribuição de dividendos aos acionistas como forma de manter elevado o preço das ações. Já Duménil e Lévy (2004), Stockhammer (2008)<sup>4</sup> e Epstein (2001) usam o termo financeirização para designar a globalização da atividade financeira que engloba o crescimento das empresas financeiras, o aumento do envolvimento das empresas não-financeiras em operações financeiras e a posse de grandes portfólios de ações e outros ativos pelas famílias.

Segundo Palley (2008), 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, a elevada liquidez e, em grande parte dos casos, o baixo risco acaba desestimulando o investimento produtivo e promovendo o comportamento rentista aumentando assim a influência do setor bancário-financeiro no que diz respeito a condução da política econômica. Tem-se como principais impactos o aumento da instabilidade econômica, a elevação do foco em agregar valor para o acionista, o surgimento de investidores institucionais, a transferência de renda do setor real para o setor financeiro, o aumento da desigualdade e a estagnação salarial.

Pode-se perceber que são várias as conceituações para o termo “financeirização”. Para fins desse trabalho a financeirização será definida como sendo a elevação da atividade financeira das empresas e a ascensão da Governança Corporativa focada na maximização da riqueza do acionista. 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.

## **2.2 A Governança Corporativa e a financeirização da economia**

O processo de financeirização está intimamente relacionado à mudança na Governança Corporativa das empresas norte-americanas a partir da década 1980. Segundo a OCDE (2004), 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.

De acordo com Ciccolo Jr. e Baum (1985), o foco da Governança Corporativa em priorizar a geração de valor para o acionista pôde ser observado nos Estados Unidos a partir dos anos 1980. Nas décadas anteriores, as grandes corporações que dominavam a economia do país geravam receitas elevadas e alocavam seus recursos de acordo com o princípio de Governança Corporativa chamado de “reter e reinvestir”. Assim, os recursos gerados e os trabalhadores empregados eram retidos e reinvestia-se em capital físico e em trabalhadores complementares fornecendo, dessa forma, a base financeira para o crescimento das empresas.

---

<sup>4</sup>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.

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. O crescimento das empresas, causado tanto pelo crescimento interno quanto pelas fusões e aquisições, fez com que os escritórios centrais passassem a ficar 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 (LAZONIC e O’SULLIVAN, 2000).

Como nos anos de 1970 a maioria das indústrias manufatureiras dos Estados Unidos enfrentava esses problemas, economistas financeiros norte-americanos desenvolveram a abordagem da Governança Corporativa focada na Teoria da Agência. Essa teoria trata da relação agente-principal, estabelecendo que o acionista é o principal ao passo que o gestor é o agente. Jensen e Meckling (1976) defendem que os administradores tomam suas decisões de gestão de forma a atender os seus interesses e não os interesses dos acionistas. Com isso, 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<sup>5</sup> (JENSEN e MECKLING, 1976; FAMA e JENSEN, 1983; JENSEN, 1986).

Os economistas financeiros defendem que quando o objetivo do gestor passa a ser agregar valor aos acionistas, todos- os trabalhadores, consumidores, fornecedores e distribuidores- são beneficiados, melhorando assim a performance da economia como um todo. Nessa visão, o retorno dos acionistas é visto como um incentivo pela espera e pelo risco ou ainda como uma recompensa pelo monitoramento dos gestores. Assim, o mercado de capitais é visto como a instituição mais eficiente na alocação dos recursos econômicos (LAZONICK e O’SULLIVAN, 2000).

É nesse ambiente que, nos anos de 1970, ocorreram duas principais mudanças institucionais que auxiliaram no alinhamento entre os interesses dos gestores e dos acionistas: o desenvolvimento de um novo instrumento financeiro, que permitiu que as aquisições hostis ocorressem, e mudanças na estrutura de pagamento dos gestores, que proporcionou maiores lucros para as empresas (STOCKAMMER, 2004). Foi o surgimento da figura do investidor institucional que contribuiu significativamente para o movimento de aquisições hostis no período. A transferência dos investidores individuais para os investidores institucionais, como fundos de pensões e empresas de seguro de vida, fez com que os acionistas tivessem um poder coletivo muito maior para influenciar os retornos e o valor de mercado das suas ações (LAZONICK e O’SULLIVAN, 2000; CHESNAIS, 2001).

---

<sup>5</sup> Os custos de agência incluem custos referentes à elaboração de contratos, monitoramento e concessão de garantias com o objetivo de conduzir as decisões do gestor em direção à maximização do interesse dos acionistas.

Esses fatores levaram a uma mudança na orientação estratégica dos gestores na alocação dos recursos da empresa nos anos 1980 e principalmente na década de 1990. Passou-se do reter e investir para o “*downsize* e distribuir”. Com esse novo regime os gestores reduzem a dimensão das empresas, principalmente por meio da queda da força de trabalho, 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, pois durante os anos 1980 a emissão de ações se tornou negativa. 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 e O’SULLIVAN, 2000).

### **2.3 A financeirização da Economia Brasileira**

Bonizzi (2013) e Becker *et al.* (2015), defendem que o processo de financeirização se diferencia entre os países centrais e periféricos devido a heterogeneidade socioeconômica e a grande dependência da importação de importantes setores da economia. De acordo com Bruno e Caffé (2015), para que a financeirização ocorra é necessário que haja condições institucionais e organizacionais propícias ao seu surgimento e desenvolvimento. Assim, as finanças públicas ficam subordinadas aos interesses dos mercados financeiros e dos rentistas de forma que o mercado financeiro passa a monitorar as ações dos Estados Nacionais, principalmente no que se refere à condução da política econômica.

Bonizzi (2013) discorre, embasado em estudos empíricos, sobre os efeitos da financeirização em países em desenvolvimento, sendo eles: a prioridade do investimento financeiro, a reconcentração de renda em favor dos detentores de capital, a transição para um sistema financeiro mais baseado no mercado, o aumento da oferta de crédito bancário, a expansão dos bancos estrangeiros, a participação das famílias na administração dos seus ativos, o aumento no preço dos imóveis, a privatização dos fundos de pensão e um aumento no preço das *commodities*.

O processo de financeirização da economia brasileira se iniciou a partir da década de 1990 com a liberalização da economia e a implantação do Plano Real (BRUNO, 2008; BECKER *et al.* 2015; BRUNO e CAFFÉ, 2015; MIRANDA *et al.*, 2015). Antes das reformas neoliberais o país era um clássico exemplo de Fordismo periférico: a relação salarial era caracterizada pela heterogeneidade consistindo 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).

Bruno (2008) argumenta que o regime de crescimento econômico brasileiro no período de 1966-1980 foi caracterizado pelo padrão *profit-led-growth* com altas taxas de lucro, grande

acumulação de capital fixo produtivo, expansão do emprego e elevação da renda. Já entre 1984 e 1993 as taxas de lucro e acumulação sofreram uma queda sinalizando a entrada da economia brasileira em um longo período de dificuldades macroeconômicas e estruturais. Nos anos 1990, teve início se o processo de liberalização comercial e financeira. Assim, no período de 1996-2006, há o surgimento de um novo regime de crescimento do tipo *finance-led growth* caracterizado por uma baixa taxa de acumulação de capital fixo produtivo, apesar da taxa de lucro médio ser crescente desde 1994.

Bruno e Caffé (2015) chegam em uma conclusão parecida, pois não encontraram as condições estruturais necessárias para dar início no processo de financeirização no período de 1970-1993. Já entre 1994 e 2010 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 observou-se ainda 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.

Tem-se observado no Brasil, 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 mostrado 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 das empresas que anteriormente era a de “reter e investir” passou para a de “*downsize* e distribuir”, pois, as empresas aumentaram a distribuição de dividendos, o pagamento de juros sobre o capital próprio e os recursos financeiros destinados à recompra de ações e suas atividades financeiras.

Miranda *et al.* (2015) e Bruno (2008) defendem que a maior distribuição da riqueza ao acionista, característica da financeirização, impactou negativamente sobre o imobilizado, que cresceu mais lentamente comprometendo assim o desempenho de longo prazo das empresas e o crescimento econômico do país. Tem-se ainda que as empresas recorreram ao endividamento para criar riqueza ao acionista, por meio da recompra de ações, distribuição de dividendos e juros sobre o capital próprio, afetando assim a estrutura patrimonial dessas organizações. Esses fatores (aumento do endividamento das empresas e o foco no resultado de curto prazo) resultaram em uma estrutura patrimonial mais frágil, do tipo Especulativa e Ponzi<sup>6</sup>, o que aumentou a fragilidade da economia

---

<sup>6</sup> Minsky (1986) apresenta três estruturas patrimoniais dos agentes. A estrutura *Hedge*, o fluxo de caixa dos agentes é suficiente para o pagamento do principal e do serviço da dívida. A estrutura *Especulativa*, o fluxo de caixa do agente é

como um todo. Ocorreu uma mudança no padrão de financiamento das empresas, pois houve uma redução da participação do capital próprio interno e um aumento do uso de dívidas, que se tornou a principal fonte de financiamento (FILLETE, 2010) e, conseqüentemente, do endividamento das empresas (ALAMEIDA *et al.*, 2013).

Tem-se ainda que, no caso brasileiro, os setores ligados a *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).

Bruno *et al.* (2011) e Bonizzi (2013) argumentam que o processo de financeirização no Brasil 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.

#### **2.4 Estudos empíricos do impacto da financeirização no setor produtivo a 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 a nível mundial.

Stockhammer (2004) fez uma análise de regressão para estudar a relação entre acumulação e financeirização no período posterior a Era de Ouro do capitalismo. Os países analisados foram da Alemanha, Estados Unidos, França e Reino Unido. Teve-se como resultado que os Estados Unidos e a França apresentaram evidências que confirmam completamente o efeito negativo da financeirização na acumulação. No Reino Unido os resultados não apresentaram uma desaceleração geral da acumulação, pois esses países já possuíam taxas muito baixas de acumulação 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 (2007) estudou empiricamente 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 *Generalized Method of Moments* (GMM). O estudo teve como conclusão que há uma relação negativa entre investimento real e financeirização, principalmente nas grandes empresas. O investimento financeiro pode

---

suficiente apenas para o pagamento do serviço da dívida, ou seja, não consegue pagar o principal da dívida. E a estrutura Ponzi, o fluxo de caixa do agente não é suficiente para o pagamento do principal e o serviço da dívida



desestimular o investimento fixo por meio da diminuição dos fundos internos disponíveis para investimento 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 do investimento produtivo.

Palley (2008) analisou 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). Outra conclusão do estudo é a de que após 1979 houve uma diminuição do investimento fixo nos Estados Unidos, que caiu de 19,2% em 1979 para 16,5% em 2005. De 1959-1979 os salários e a produtividade 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. Encontrou-se como resultado que a acumulação 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 modelo GMM, os impactos da taxa de retorno do investimento no desempenho real do investimento em um cenário de incerteza. Foram analisados dados semestrais, dos anos 90 e início dos anos 2000, referentes a três países em desenvolvimento, sendo eles: Argentina, México e Turquia. 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 fixo das empresas privadas; a incerteza e o risco impactam negativamente nas decisões de investimento físico em um cenário com múltiplas opções de investimento; a utilização da capacidade instalada e a disponibilidade de crédito afetam positivamente o investimento produtivo. Portanto, tem-se que as empresas acabam optando por fazerem investimentos financeiros (reversíveis de curto prazo) a investimentos 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 micro dados referentes ao período de 1985-2013 e estimou-se um Modelo dinâmico de dados em painel calculado através do GMM. Foram encontradas evidências de que a financeirização impactou negativamente no investimento produtivo, principalmente no período pré-crise o que foi responsável pelo baixo crescimento, aumento da fragilidade econômica e desindustrialização dos países. A renda financeira impactou positivamente no investimento apenas quando consideradas as empresas pequenas. Assim, os resultados encontrados pelo estudo estão de acordo com os argumentos teóricos a respeito dos efeitos negativos da financeirização.

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 calculado através do (GMM). 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 financeira<sup>7</sup>, impactaram positivamente no 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 e o resultado encontrado.

---

<sup>7</sup> A lucratividade financeira só afetou positivamente o investimento produtivo das grandes empresas

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

<b>Estudo</b>	<b>Países analisados</b>	<b>Período analisado</b>	<b>Metodologia utilizado</b>	<b>Resultado</b>
Stockammer (2004)	Alemanha EUA França UK	Anos 1960 até a década de 1990	Análise de regressão	Diminuição do investimento produtivo nos EUA e na França
Orhangazi (2007)	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)	UK	1976-2010	Análise do orçamento público	Diminuição do investimento no setor manufatureiro
Tori e Onaran (2016)	UK	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 estimou um GMM. 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.

## **2.5 Estudos empíricos do impacto da financeirização no setor produtivo brasileiro**

A maioria dos artigos a respeito da financeirização tem como objeto de estudo os Estados Unidos, 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 o impacto da financeirizações 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 haja a distribuição dos ganhos das empresas sob forma de juros sobre o capital próprio e dividendos. A técnica econométrica usada foi o modelo dinâmico de dados em painel calculado por meio do (GMM). 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 de Governança Corporativa, propriedade e tamanho, pois o efeito negativo da financeirização foi maior entre as empresas que possuem um certo grau de governança corporativa, empresas privadas e pequenas empresas.

Feijo *et al.* (2016) utilizou do 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. Como resultado teve-se 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 nos anos 1990 e 2000, ao passo que a financeirização se correlacionou negativamente com a taxa de investimento produtivo.

Miranda e Matos (2017), estudaram o impacto da financeirização no investimento produtivo das empresas brasileiras não-financeiras no ano de 2012. Para tal, utilizou-se da Análise Qualitativa Comparativa (QCA) usando conjuntos *fuzzy* e da Análise de Componente Principal (APC). Os resultados da QCA evidenciam que um baixo lucro operacional, baixo endividamento, altos pagamentos 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. 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 ocorreu a financeirização do país 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 importante para o retorno das empresas não há evidência clara de que o pagamento de dividendos tem sido feito em detrimento do investimento produtivo.

No presente tópico foram apresentados os 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

<b>Estudo</b>	<b>Período analisado</b>	<b>Metodologia utilizada</b>	<b>Resultado</b>
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

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.

### 3. Metodologia

Para determinar o padrão de financiamento das empresas não-financeiras de capital aberto, foi utilizado a metodologia proposta por Singh e Hamid (1992). A metodologia proposta pelos autores analisa o crescimento de longo prazo das firmas. O padrão de financiamento do investimento das empresas é calculado por meio das Equações 1, 2 e 3 apresentadas abaixo.

Primeiramente, calcula-se o indicador de autofinanciamento para cada empresa, como apresentado pela Equação 1:

$$A = \sum_{I=2011}^{2016} \frac{LL - DP}{\Delta(AT - PC)}, \quad (1)$$

em que A é a porcentagem do crescimento da empresa financiado com recursos internos; LL é o lucro líquido, DP é o valor pago em dividendos; AT o ativo total, que inclui o ativo circulante e o não circulante; PC o passivo circulante. O símbolo  $\Delta$  indica que foi feita a variação entre dois anos, por isso, como a amostra apresenta dados de 2010 a 2016, foi possível obter informações a partir de 2011.

Posteriormente, calcula-se o indicador de financiamento por meio da emissão de dívida para cada empresa, como apresentado pela Equação 2:

$$D = \sum_{I=2011}^{2016} \frac{\Delta PNC}{\Delta(AT - PC)}, \quad (2)$$

em que D é a porcentagem do crescimento da empresa financiado com a emissão de dívida; PNC o passivo não circulante; AT o ativo total; PC o passivo circulante.

Por último, calcula-se o indicador de financiamento por meio da emissão de ações residualmente, como apresentado pela Equação 3:

$$E = I - A - D, \quad (3)$$

em que E é a porcentagem do crescimento da empresas financiado com a emissão de ações; A a porcentagem autofinanciada e D a porcentagem financiada com a emissão de dívida.

Buscou-se encontrar o padrão de financiamento das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto durante o período de 2010 a 2016. Esse período foi escolhido porque em 2007 houve uma mudança nas normas contábeis brasileiras que convergiram com as normas internacionais de contabilidade (IFRS), mas as empresas de capital aberto só foram obrigadas a aderirem às novas regras a partir de 2010.

Os dados se referem a informações deflacionadas do Balanço Patrimonial, da Demonstração do Resultado do Exercício e do Fluxo de Caixa das empresas de capital aberto disponibilizados no

software Economática para o período de 2010-2016. Inicialmente, a base de dados continha informações contábeis de 360 empresas. No entanto, foram eliminadas as empresas financeiras, empresas de mercado de balcão, empresas que não possuíam todas as informações necessárias para o cálculo dos indicadores e empresas com o ativo e/ou passivo insignificantes. Foram excluídas ainda empresas coligadas e controladas no intuito de não haver dupla contagem, restando assim 187 empresas.

Seguindo a metodologia, foram eliminadas ainda empresas que não obtiveram acréscimo no valor de capital de longo prazo<sup>8</sup>; empresas que apresentaram um percentual de financiamento interno ou endividamento menor do que -100% e maior do que 200% e um percentual de emissão de ações fora do intervalo de -100% a 100%. Esses procedimentos foram adotados no intuito de evitar índices que tendem ao infinito devido a um denominador próximo de zero. Uma parte considerável da redução da amostra se deu devido à exclusão das empresas que não apresentaram crescimento de longo prazo e, portanto, não investiram. Das 87 empresas restantes após excluir as empresas que não apresentaram os indicadores dentro dos intervalos estabelecidos apenas 40 cresceram no longo prazo.

Além dos três indicadores descritos acima foram calculados ainda indicadores de investimento, de endividamento, de solvência, dentre outros.

#### **4. Padrão de financiamento, estrutura de capital e fragilidade das empresas não-financeiras de capital aberto**

Pode-se observar, pela Tabela 1, que a principal fonte de financiamento dos novos investimentos no período analisado é a dívida, seguida do autofinanciamento. Para as empresas da amostra a dívida corresponde, em média, a 53,38% do financiamento, o autofinanciamento, em média, a 50,15% e a emissão de ações teve um resultado negativo de, em média, -3,53%.

Tabela 1: Padrão de Financiamento das Empresas Não-Financeiras de Capital Aberto: 2010-2016

<b>Período</b>	<b>Nº empresas</b>	<b>Autofinanciamento</b>	<b>Dívida</b>	<b>Ações</b>
<b>2010-2016</b>	40	50,15%	53,38%	-3,53%

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Economática.

Os resultados encontrados mostram que a principal forma de financiamento dos novos investimentos das empresas não-financeiras analisadas é o endividamento, o que evidencia uma mudança no padrão de financiamento das décadas de 1980-1990 de acordo com os trabalhos de Singh (1995) e Moreira e Puga (2000)<sup>9</sup>. Outro ponto importante, é a redução da participação das ações no

<sup>8</sup> O capital de longo prazo é o dado referente ao denominador dos indicadores

<sup>9</sup> De acordo com os trabalhos empíricos apresentados por Singh (1995) e Moreira e Puga (2000), a principal fonte de financiamento das empresas brasileiras era os recursos internos, depois emissão de ações e, por último, dívidas. De acordo

financiamento do investimento, devido ao aprofundamento das políticas de recompra de ações, já discutido por Fillete (2010). Das 40 empresas da amostra, quase 50% realizaram emissão líquida negativa de ações. Isto mostra uma preocupação por parte das empresas na manutenção do valor das ações e de uma governança focada na criação de riqueza ao acionista. Além disso, esse padrão aproxima o Brasil da forma de financiamento dos países desenvolvidos analisados por Mayer (1990), que concluiu que o mercado de capitais não contribuiu, em grandes proporções, para o financiamento das empresas<sup>10</sup>.

O pequeno número de empresas que realizou investimento líquido no período tem impactos sobre a taxa de investimento e, conseqüentemente, sobre a participação do Imobilizado em relação ao Ativo total e ao Ativo Não Circulante. Pode-se perceber, pela Tabela 2, que a taxa de investimento caiu consideravelmente ao longo dos anos passando a ser negativa a partir de 2012, chegando a -18,97% em 2016, para o total de 187 empresas. A participação do Imobilizado no Ativo Total e no Ativo Não Circulante também sofreu redução, indo de 26,24% em 2011 para 22,84% em 2016. Já a participação do Imobilizado no Ativo Não Circulante teve uma queda ainda maior, pois era de 45,24% em 2011 e passou a ser de 38,98% em 2016. Esses resultados indicam uma mudança na gestão das empresas, as quais estão reduzindo o seu tamanho e tornando-se mais líquidas.

Tabela 2: Taxa de investimento e participação do Imobilizado no Ativo Total e no Ativo Não Circulante: 2011 a 2016

<b>Ano</b>	<b>Taxa de investimento</b>	<b>Participação do Imobilizado no Ativo Total</b>	<b>Participação do Imobilizado no Ativo Não Circulante</b>
2011	5,84%	26,24%	45,24%
2012	-1,32%	26,12%	44,83%
2013	-8,40%	24,19%	42,75%
2014	-5,23%	23,38%	40,95%
2015	-12,78%	23,53%	40,51%
2016	-18,97%	22,84%	38,98%

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Economática.

Essa mudança no padrão de financiamento e a redução do Imobilizado têm impactos sobre a participação da atividade produtiva e no aumento da importância das atividades financeiras na

com Pereira (2000), as empresas nacionais reduziram o uso de dívidas na sua estrutura de capital a partir do ano de 1980 no intuito de diminuir sua exposição ao risco causado pela crise no balanço de pagamentos pela qual o país passava.

<sup>10</sup> Mayer (1990), faz um estudo do padrão de financiamento das empresas em 8 países desenvolvidos no período de 1970 a 1985. O autor utilizou dados do fluxo de fundos de empresas não financeiras do Canadá, Finlândia, França, Alemanha, Itália, Japão, União Europeia e Estados Unidos.



geração de lucro ou riqueza das empresas da amostra. Como pode ser visto na Tabela 3, a razão da Receita Financeira sobre o Ativo Total (Rec. Fin./AT) tem aumentando durante todo o período, passando de 3,5% em 2010 para 5,8% em 2016. Já a razão Vendas sobre o Ativo Total (Vendas/AT) e Lucro Operacional sobre o Ativo Total (Lucro Op. /AT) tem diminuindo ao longo do período.

Tabela 3: Receita Financeira, Vendas e Lucro Operacional em Razão do Ativo Total

<b>Ano</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Rec. Fin./AT	0,035	0,033	0,031	0,027	0,120	0,052	0,058
Vendas/AT	0,695	0,663	0,668	0,673	0,665	0,623	0,601
Lucro Op./AT	0,083	0,072	0,063	0,073	0,038	0,016	0,042

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Economática.

Como se pode observar na Tabela 4, a Receita Financeira sobre as Vendas aumentou ao longo de todo período, passando de 18,2% das vendas em 2010 para mais de 60% das Vendas em 2016. A razão da Receita Financeira sobre o Lucro Bruto<sup>11</sup> também aumentou, passando de quase 50% em 2010 para 80% em 2016. O aumento da importância da receita financeira foi resultado dos seguintes pontos: a) aumento das atividades financeiras das empresas, b) redução das vendas e do *mark-up* das empresas devido à crise econômica do país, c) da busca de resultados de curto prazo o que faz com que as empresas se tornem mais líquidas e reduzam o investimento produtivo.

Tabela 4: Receita Financeira em Razão das Vendas e do Lucro Bruto: 2010-2016

<b>Ano</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Rec. Fin./Vendas	0,182	0,173	0,351	0,328	0,342	0,446	0,633
Rec. Fin./Lucro Bruto	0,479	0,340	0,594	0,537	0,669	0,819	0,800

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Economática.

Pela Tabela 5, observa-se que a Dívida Total<sup>12</sup> sobre o Patrimônio Líquido apresentou um aumento significativo durante o período analisado, passando de 155,09% em 2011 para 399,80% em 2016 apesar da redução do valor do Passivo Oneroso Total<sup>13</sup> entre os anos de 2015 e 2016. O aumento dessa razão (Dívida Total/PL) foi resultado de um crescimento menor do Patrimônio Líquido em relação ao endividamento, devido aos seguintes fatores: a) a prática de recompra de ações por grande parte das empresas no período reduziu o Patrimônio Líquido e b) a crise financeira causou uma diminuição do Lucro Líquido o que, combinado com a prática de distribuição de riqueza ao acionista<sup>14</sup>, reduziu o Lucro Retido.

<sup>11</sup> O Lucro Bruto é calculado deduzindo-se o Custo da Mercadoria Vendida das Vendas Líquidas.

<sup>12</sup> A Dívida Total corresponde a soma do Passivo Circulante e do Passivo Não Circulante.

<sup>13</sup> O Passivo Oneroso Total consiste na soma dos Empréstimos, Financiamentos e Debentures de curto e longo prazo.

<sup>14</sup> A distribuição de riqueza ao acionista se dá por meio dos juros sobre o capital próprio e o pagamento de dividendos.

A razão entre Dívida Total e Ativo Total também aumentou ao longo do período, passando de 66,10% em 2011 para quase 77% em 2016, o que mostra que a maior parte dos ativos dessas empresas foi financiada por capital de terceiros (dívida). É importante lembrar que esses recursos foram destinados aos ativos mais líquidos das empresas, como Caixa e Aplicações Financeiras. Analisando a razão entre Dívida de CP (curto prazo) e Dívida Total percebe-se que a maior parte da Dívida Total, cerca de 56%, foi de longo prazo. Um ponto a ser destacado foi a redução do endividamento oneroso nos anos de 2015-2016, depois de 4 anos de crescimento. Contudo, isso não impediu a deterioração dos índices de endividamento das empresas da amostra.

Tabela 5: Dívida Total com relação ao Patrimônio Líquido, Dívida total com relação ao Ativo Total, Dívida de CP com relação a Dívida Total e variação do Passivo Oneroso Total: 2011-2016

<b>Ano</b>	<b>Dívida Total/PL</b>	<b>Dívida Total/AT</b>	<b>Dívida de CP/ Dívida Total</b>	<b>Passivo Oneroso de CP/PL</b>	<b>Δ Passivo Oneroso Total</b>
2011	155,09%	66,10%	44,68%	38,68%	10,72%
2012	183,94%	68,93%	44,29%	86,77%	1,29%
2013	189,45%	69,54%	43,91%	85,77%	0,41%
2014	201,62%	71,66%	43,84%	58,80%	3,79%
2015	280,04%	77,38%	46,89%	60,77%	-7,32%
2016	399,80%	76,93%	46,83%	47,90%	-14,89%

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Economática.

O aumento do endividamento resultou no crescimento do pagamento de juros e em uma maior fragilidade das empresas. Como pode ser visto na Tabela 6, os Juros Pagos em relação ao Valor Adicionado<sup>15</sup> aumentou ao longo de todo o período, passando de 17% do Valor Adicionado em 2010 para 41% em 2016. Dado que as empresas estão pagando mais juros e, combinado com a redução do lucro operacional no período, tem-se uma deterioração dos indicadores de solvência das empresas. O Índice de Solvência<sup>16</sup> passou de 4,55 no ano de 2010 para 0,90 em 2016. Isto mostra que os recursos monetários das atividades operacionais não foram suficientes para cobrir os gastos com o pagamento dos juros a partir de 2014.

O segundo índice, da Tabela 6, mostra a capacidade que a parte operacional da empresa tem de gerar recursos para o pagamento dos juros, sendo conhecido pelo setor financeiro como a razão do lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA) e o juros. Esse índice também

<sup>15</sup> O Valor Adicionado corresponde à riqueza gerada na empresa.

<sup>16</sup> O Índice de Solvência corresponde à razão entre Lucro Operacional e Juros pagos a terceiros.

teve uma queda significativa no período, e no ano de 2015, o setor produtivo, na média, não conseguiu recursos para o pagamento dos juros da dívida. A piora desses índices se deu devido à combinação de quatro fatores: a) queda das vendas, que reduziu o lucro operacional; b) aumento do endividamento entre os anos de 2010-2014; c) aumento do custo da dívida; d) desvalorização do real que elevou o montante do valor da dívida externa das empresas em moeda nacional, uma vez que quase 50% dessas dívidas foram adquiridas no exterior.

A situação dessas empresas, na média, melhorou com a soma das atividades financeiras. Como se pode observar na Tabela 6, o Fluxo de Caixa<sup>17</sup> das Empresas foi suficiente para o cumprimento das obrigações financeiras no período. Entretanto, tem-se uma redução desse último índice que, assim como todos os outros, mostra a capacidade que a empresa tem de arcar com suas dívidas, ou seja, para cada R\$1 de juros que as empresas têm que pagar, na média, elas têm R\$6,73 no ano de 2010. Já no ano de 2016, essa razão diminuiu passando de cada R\$1 de pagamento de juros, as empresas, na média, tinham apenas R\$2,07. Este indicador mostra a importância das atividades financeiras das empresas, pois permitiu, em períodos de baixa demanda, obter recursos para o pagamento do serviço da dívida. Sendo, esse um aspecto importante do processo de financeirização da economia.

Tabela 6: Juros Pagos em Razão do Valor Adicionado e Índices de Solvência: 2010-2016

<b>Ano</b>	<b>Juros Pagos/Valor Adicionado</b>	<b>Índice de Solvência</b>	<b>EBITIDA/Juros</b>	<b>Fluxo de Caixa/Juros</b>
2010	0,17	4,55	6,00	6,73
2011	0,22	2,93	3,95	4,52
2012	0,26	2,00	3,06	3,74
2013	0,24	1,80	2,75	3,23
2014	0,29	0,93	1,85	2,35
2015	0,30	0,47	0,98	1,42
2016	0,41	0,90	1,62	2,07

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Economática

Como se pode observar na Tabela 7, a Riqueza Distribuída ao Acionista<sup>18</sup> reduziu ao longo do período, passando de 32,5% do Valor Adicionado para 24% no ano de 2016. Em valores monetários, a distribuição de riqueza ao acionista passou de quase R\$120 bilhões em 2010 para R\$57 bilhões em 2016, em valores constantes de 2016. Assim, para evitar mais perdas para os acionistas e reduzir as despesas com juros de terceiros, as empresas reduziram os gastos com a compra de ativos permanente. Os Gastos Líquidos com Ativo Permanente passaram de R\$327 bilhões em 2010 para R\$157 bilhões em 2016, em valores constantes de 2016, o que impactou na taxa de investimento em imobilizado e no crescimento das empresas ao longo do tempo.

<sup>17</sup> O Fluxo de caixa corresponde à soma do Lucro Operacional, Depreciação e Receita Financeira.

<sup>18</sup> A riqueza distribuída ao acionista consiste na soma dos juros do capital próprio com os dividendos distribuídos.

A Tabela 7 também mostra que as empresas aumentaram o pagamento de empréstimos ao longo do período, a exceção foi no ano de 2014, passando de quase R\$180 bilhões em 2010 para quase R\$373 bilhões em 2016, em valores constantes de 2016. Analisando conjuntamente o aumento dos empréstimos, a queda dos indicadores de solvência e a elevação do pagamento de juros para terceiros percebe-se que os credores estão se apropriando cada vez mais da riqueza das empresas o que está resultando na queda do lucro líquido e na redução dos disponíveis para os acionistas e para novos investimentos.

Tabela 7: Riqueza Distribuída ao Acionista em razão do Valor Adicionado (VA); Distribuição de Riqueza ao Acionista; Gastos Líquidos em Ativo Permanente; Pagamento de Empréstimos: 2010-2016 em valores constantes de 2016

<b>Ano</b>	<b>Riqueza ao Acionista/VA</b>	<b>Valor da distribuição de Riqueza ao Acionista em Bilhões de Reais</b>	<b>Gastos Líquidos com Ativo Permanente em Bilhões de Reais</b>	<b>Pagamento de Empréstimos em Bilhões de Reais</b>
2010	0,325	119.785	327.820	180.870
2011	0,343	130.567	279.130	162.696
2012	0,394	110.799	325.451	196.801
2013	0,411	111.610	325.620	226.125
2014	0,392	97.861	269.993	179.176
2015	0,263	66.070	225.309	276.285
2016	0,240	57.381	157.410	372.449

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Economática

Observou-se, ao longo do período, um aumento do endividamento e da fragilidade das empresas não-financeiras da amostra. Porém, o aumento do uso de capital de terceiros não resultou na expansão do Imobilizado Líquido de longo prazo, dado que a taxa de investimento no período foi negativa. Parte desses recursos foram utilizados para a recompra de ações, pagamento de dívidas de curto prazo e remuneração do capital próprio.

Outro ponto a ser destacado foi que as receitas financeiras se tornaram uma fonte alternativa para a geração de riqueza para essas empresas, principalmente em períodos onde se observou a queda do lucro operacional. Parte desses recursos tiveram como destinos a amortização e o pagamento do serviço da dívida, principalmente a partir de 2014. Assim, a combinação da redução dos gastos com a compra de ativos permanentes e a geração de receitas financeiras teve como finalidade o pagamento da dívida e a redução a exposição ao risco.

#### 4. Considerações Finais

O processo de financeirização tem modificado a governança das empresas, agora mais focada na criação de riqueza ao acionista. Consequentemente, as empresas estão mais preocupadas com os resultados de curto prazo do que com os de longo prazo, o que tem reduzido seus gastos com

investimento produtivo e aumentado sua atividade financeira, seu endividamento e sua fragilidade. Como discutido Stockammer (2004), devido à redução da taxa de retenção de lucro o uso da dívida tornou-se uma fonte alternativa para financiar o investimento. Contudo, essa mudança no padrão de financiamento tem gerado um crescimento no conflito entre gestores e acionistas, pois a elevação da dívida pode aumentar a distribuição da riqueza ao credor diminuindo a distribuição de riqueza ao acionista. Assim, para diminuir os conflitos com os acionistas, o gestor prefere reduzir os gastos com investimento produtivo de forma a manter a riqueza dos acionistas inalterada, mesmo com o aumento do endividamento.

Em relação a economia brasileira, o que se tem observado é uma convergência da governança das empresas aos padrões internacionais, principalmente o modelo anglo-saxão. Como se observou no trabalho, o padrão de financiamento das empresas está próximo ao padrão de financiamento das empresas anglo-saxãs, que resultou no aumento do endividamento e da fragilidade das empresas não-financeiras da amostra.

Com relação ao investimento, teve-se como resultado uma queda considerável da taxa de investimento, que passou de 5,84% em 2011 para -18,97% para 2016, promovendo uma queda da participação do imobilizado tanto no Ativo Total quanto no Ativo Não Circulante. Ao mesmo tempo em que o investimento caiu houve um aumento do endividamento: a Dívida Total sobre o Patrimônio Líquido passou de 155,09% em 2011 para 399,80% em 2016; a Dívida de Curto Prazo com relação à Dívida Total também sofreu uma elevação.

Contudo, esse aumento da dívida não proporcionou uma grande expansão do Ativo, pois mais da metade das empresas não apresentaram crescimento do Ativo Total. O fato de ter ocorrido um aumento do endividamento das empresas, considerado conjuntamente que mais da metade delas não investiu, sugere que parte do endividamento foi direcionado para o pagamento de dívidas de curto prazo e não para o financiamento de novos investimentos. O aprofundamento da crise financeira de 2014 pode ter sido uma das causas dessa queda do investimento.

Assim, o estudo pode corroborar com a hipótese de que o processo de financeirização está se aprofundando no Brasil, como apontado por Bruno e Café (2015). Pois, nesse período ocorreu uma maior distribuição da riqueza das empresas para os donos do capital, sendo eles os acionistas e os credores, com impactos negativos sobre o investimento produtivo e a fragilidade das mesmas.

## 5. Referências Bibliográficas

AGLIETTA, Michel. Shareholder value and corporate governance: some tricky questions. **Economy and society**, v. 29, n. 1, p. 146-159, 2000.

ALMEIDA, Júlio Sérgio Gomes et al. Padrões de financiamento das empresas: a experiência brasileira. **Financiamento das Corporações**, p. 15, 2013.

BECKER, Joachim et al. Peripheral financialization and vulnerability to crisis: A regulationist perspective. **Competition & Change**, v. 14, n. 3-4, p. 225-247, 2010.

BONIZZI, Bruno. Financialization in developing and emerging countries: a survey. **International Journal of Political Economy**, v. 42, n. 4, p. 83-107, 2013.

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.

BRUNO, Miguel AP. Acumulação de capital, distribuição e crescimento econômico no Brasil: uma análise dos determinantes de longo prazo. Texto para Discussão. **IPEA**, Rio de Janeiro, n. 1364, 2008.

BRUNO, Miguel; CAFFÉ, Ricardo. Indicadores macroeconômicos de financeirização: metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil. **População, espaço e sustentabilidade: contribuições para o desenvolvimento do Brasil**. Rio de Janeiro: Escola Nacional de Ciências Estatísticas, 2015.

BRUNO, Miguel; DIAWARA, Hawa; ARAÚJO, Eliane; REIS, Ana C; RUBENS, Mário. Finance-led growth regime in Brazil. **Revista de Economia Política**, v. 31, n. 5, p. 730-750, 2011.

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

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

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

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.

EPSTEIN, Gerald. Financialization, rentier interests, and central bank policy. **manuscript, Department of Economics, University of Massachusetts, Amherst, MA, December, 2001**.

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.

FILLETI, Juliana de Paula et al. Financiamento de empresas não-financeiras de capital aberto no Brasil: proposição de uma abordagem quantílica. 2010.

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**, 29(2), p.439-551, 2009.

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, 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.

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.

MAYER, Colin. Financial systems, corporate finance, and economic development. In: **Asymmetric information, corporate finance, and investment**. University of Chicago Press, p. 307-332, 1990.

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

MIRANDA, Bernardo Pádua Jardim; CROCCO, Marco; DOS SANTOS, Fabiana Borges Texeira. 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 da UFPR**, v. 41, n. 2, p. 7-30, 2015.

MIRANDA, Bernardo Pádua Jardim; CROCCO, Marco; DOS SANTOS, Fabiana Borges Texeira. Financeirização e Governança Corporativa: um estudo sobre a estrutura de controle das empresas não-financeiras do Novo Mercado da BM&FBovespa. **Brazilian Keynesian Review**, vol.3, n.1, p.75-94, 2017.

MIRANDA, Bernardo Pádua Jardim; MATOS, Cirlene Maria. 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.

MOREIRA, Maurício Mesquita; PUGA, Fernando P. Como a indústria financia o seu crescimento: uma análise do Brasil pós-real. 2000.

OECD, OCDE. The OECD principles of corporate governance. *Contaduría y Administración*, n. 216, p. 183-194, 2004.

ORHANGAZI, Ozgur. Financialization and Capital Accumulation in the Nonfinancial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy, 1973-2003. *Working Paper*, PERI, n. 149, p. 1-42, 2007.

PALLEY, Thomas. **Financialization: What it is and Why it Matters**. IMK at the Hans Boeckler Foundation, Macroeconomic Policy Institute, 2008.

PAULA, Luiz Fernando de; MEYER, Tiago Rinaldi. Financialization and investment in Brazil in 1995-2017. In: XI ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA “DESAFIOS PARA A ECONOMIA BRASILEIRA: UMA PERSPECTIVA KEYNESIANA” ... *Anais*. Porto Alegre (RS) Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2018.

PEREIRA, Thiago Rabelo. Formação de preços e financiamento empresarial entre os anos 80 e 90 na economia brasileira. *Economia e Sociedade*, v. 9, n. 1, p. 89-126, 2000.

SINGH, Ajit. **Corporate Financial Patterns in Industrializing Economies. A Comparative International Study**. World Bank-International Finance Corporation, 1995.

SINGH, Ajit; HAMID, Javed. **Corporate financial structures in developing countries**. World Bank Publications, 1992.

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.