

O IMPACTO DA FINANCEIRIZAÇÃO NO INVESTIMENTO PRODUTIVO DAS EMPRESAS NÃO-FINANCEIRAS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL

Isabella Oliveira Martins¹
Bernardo Pádua Jardim de Miranda²
Cirlene Maria de Matos³

RESUMO

A financeirização é um fenômeno que foi observado nas economias a partir da década de 1970. Neste artigo a financeirização foi definida como um processo caracterizado pelo aumento da atividade financeira das empresas não-financeiras, pela ascensão da Governança Corporativa focada na maximização da riqueza do acionista e pelo crescimento do endividamento das empresas. O objetivo do artigo é investigar o impacto da financeirização sobre o investimento produtivo das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto no período de 2010 a 2016. Para isto, foi estimado um painel dinâmico por meio do *GMM system* utilizando os dados contábeis e financeiros dessas empresas. Os resultados mostraram que o endividamento, o custo do capital, o pagamento de juros sobre o capital próprio e dividendos prejudicaram o investimento produtivo das empresas não-financeiras, enquanto o lucro operacional o afetou positivamente. Esses achados mostram que existe um processo de financeirização nas empresas brasileiras e que esse fenômeno impacta negativamente o investimento produtivo.

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

ABSTRACT

Financialization is a phenomenon that has been observed in economies since the 1970s. In this paper financialization was defined as a process characterized by an increase in the financial activity of non-financial companies, by the rise of Corporate Governance focused on maximizing shareholder value and the growth in corporate debt. The goal of this paper is to investigate the impact of financialization on the productive investment of publicly traded Brazilian non-financial companies in the period from 2010 to 2016. For this purpose, a dynamic panel was estimated through the GMM system using the accounting and financial data of these companies. The results showed that indebtedness, the cost of capital, the payment of interest on own capital and dividends hindered the productive investment of non-financial companies, while the operating profit affected it positively. These findings show that there is a financialization process in Brazilian companies and that this phenomenon has a negative impact on productive investment.

Key words: Financialization; Corporate Governance; Productive Investment.

JEL: L1; M2 e M20

¹ Mestre em Economia pelo PPGEconomia da UNIFAL-MG

² Professor adjunto do ICSA e do PPGEconomia da UNIFAL-MG

³ Professora adjunta do ICSA e do PPGEconomia da UNIFAL-MG

1. Introdução

O estudo da financeirização tem crescido nos últimos anos 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 a ascensão do neoliberalismo foram fatores que possibilitaram a financeirização das economias. Já outros apontam a desregulamentação do sistema financeiro e o aumento da importância dos investidores institucionais como responsáveis pelo início desse processo. Assim, a financeirização pode ser vista como consequência das transformações do capitalismo (FERNANDEZ; AALBERS, 2016).

Na literatura a financeirização tem sido definida de três formas distintas: (i) como um novo regime de acumulação, que surgiu devido à queda da produtividade no fim dos anos 1960; (ii) como um novo conceito dentro das empresas, em que a Governança Corporativa se direciona para a maximização do valor do acionista; e (iii) financeirização da vida cotidiana, analisando a participação dos indivíduos no mercado financeiro e a criação de novos valores associados ao risco e ao endividamento (MASSÓ, 2016). Este artigo trata da financeirização de acordo com a segunda categoria. Mais especificamente, consideramos a financeirização como sendo o aumento das atividades financeiras, do endividamento das empresas não-financeiras e a ascensão da Governança Corporativa focada na maximização da riqueza do acionista.

A financeirização pode 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 e manter o preço das ações. (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000). Além disso, observa-se um aumento das atividades financeiras das empresas não-financeiras e do seu endividamento, com o objetivo de financiar suas atividades financeiras e remunerar o capital próprio e de terceiros, o que impacta o crescimento de longo prazo dessas empresas (STOCKHAMMER, 2004 e 2008).

A financeirização pode afetar a economia de um país de várias formas e uma delas, que vem sendo bastante estudada, é seu impacto no investimento produtivo das empresas. Os principais trabalhos que analisam empiricamente essa questão são os artigos de Orhangazi (2008), Demir (2009) e Davis (2018). Segundo esses autores a financeirização afeta o investimento produtivo pelos seguintes canais: 1) as empresas não-financeiras tem aumentado suas atividades financeiras, alocando menos recursos para a compra de ativos fixos; 2) a adoção de uma governança corporativa focada na maximização da riqueza ao acionista tem distribuído mais recursos líquidos aos acionistas, o que tem diminuído a taxa de retenção do lucro e disponibilidade de recursos financeiros para a compra de novas máquinas e equipamentos; 3) o capital de terceiros não necessariamente está sendo utilizado para financiar o investimento produtivo, mas para a expansão das atividades financeiras dessas empresas e para a remuneração do capital próprio e de terceiros; e 4) o custo da dívida pode resultar no aumento da distribuição de recursos líquidos das empresas não-financeiras para os credores. Assim, esses canais têm reduzido a disponibilidade de recursos para a compra de novos ativos fixos, o que prejudica o crescimento de longo prazo dessas empresas e da economia como um todo.

Existem muitos trabalhos empíricos que estudam a relação entre a financeirização e o investimento produtivo para os países desenvolvidos, mas a literatura sobre esse processo nos países em desenvolvimento ainda é escassa. Devido a suas especificidades econômicas e institucionais, a financeirização nesses países tem características distintas do processo ocorrido nos países desenvolvidos, tornando-se importante estudá-la nesse contexto para compreender seus efeitos sobre a economia desses países. No Brasil existem poucos estudos empíricos sobre a relação entre a financeirização e o setor produtivo, podendo-se destacar Branco (2010), Miranda e Matos (2016), Feijó *et al.* (2016), Paula e Meyer (2018), Attílio e Cavalcante (2019) e Fonseca *et al.* (2020). Dada à importância que os efeitos da financeirização podem alcançar, são necessários mais estudos para ampliar a compreensão desse processo e seus impactos sobre as empresas e a economia do país.

O objetivo desse artigo é investigar o impacto da financeirização sobre o investimento produtivo das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto no período de 2010 a 2016. Para isto será

estimado um painel dinâmico por meio do *GMM system* utilizando-se os dados contábeis e financeiros dessas empresas. Este estudo difere dos anteriores nas variáveis que serão consideradas para captar o movimento de financeirização e na metodologia empregada. Os resultados obtidos contribuem com novas evidências sobre o efeito da financeirização no investimento produtivo, auxiliando na compreensão do impacto desse processo sobre o setor real da economia.

O presente artigo está dividido em seis sessões além desta introdução. A segunda sessão apresenta a definição da financeirização e seus impactos sobre a gestão e o investimento produtivo das empresas não-financeiras. A terceira aborda as peculiaridades da financeirização no Brasil e comenta os trabalhos empíricos para as empresas não-financeiras de capital aberto do país. A quarta sessão apresenta a metodologia e a quinta discute os resultados obtidos.

2. A Financeirização da Economia

O termo financeirização é recente e engloba as transformações no setor financeiro e sua relação com outros setores da economia (STOCKHAMMER, 2004). Contudo, não há uma definição única desse processo. Sua complexidade é tal que dificulta a elaboração de um conceito que abranja todos os seus aspectos.

A financeirização pode ser compreendida como a supremacia das finanças direcionando e moldando a acumulação de capital das economias capitalistas. Nesse sentido, é uma nova forma de regulação em que se atribui um papel fundamental às variáveis e rendimentos financeiros nas decisões de investimento, consumo e produção (BOYER, 2000; CHESNAIS, 2001; LAPAVITSAS, 2011). Esse papel regulador das finanças pode ser exercido pela fixação dos níveis das taxas de juros, pela determinação da parcela do lucro destinada ao investimento e pelo incentivo à privatização e à desregulamentação.

Sob o aspecto mais microeconômico, a financeirização representa uma mudança na gestão das empresas de “reter e investir” para o “*downsize* e distribuir (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000). O princípio de governança corporativa passa a ser a maximização da riqueza do acionista, considerada mais eficiente na alocação dos recursos (AGLIETTA, 2000; WILLIAMS, 2000). Com essa nova orientação na gestão a dimensão das empresas é reduzida, principalmente por meio da queda da força de trabalho e do estoque de ativo fixo permanente, como forma de aumentar o retorno do capital.

O termo financeirização também é utilizado para designar a globalização da atividade financeira. Esta inclui 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 (STOCKHAMMER, 2008; DUMÉNIL; LÉVY, 2004; EPSTEIN, 2001).

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

Neste trabalho abordaremos a financeirização sob o aspecto da gestão empresarial, em que é definida como o aumento das atividades financeiras, do endividamento das empresas não-financeiras e da ascensão da Governança Corporativa focada na maximização da riqueza do acionista. Nossa hipótese é que essa nova forma de gestão tem reduzido os recursos líquidos para o investimento produtivo, pois as empresas estão buscando resultados de curto prazo, o que tem prejudicado o investimento produtivo e o crescimento de longo prazo.

2.1 A Financeirização e seus Impactos sobre a Gestão e o Investimento Produtivo das Empresas Não-Financeiras

Os anos entre o fim da Segunda Guerra mundial e o início da década de 1970 foram caracterizados por estabilidade e crescimento econômico, ficando conhecidos como “Anos Dourados do Capitalismo”. O

quadro institucional prevalente na economia nesse período se baseava em três pilares: a) sistema financeiro administrado, pois havia o controle das atividades rentistas e a manutenção de um baixo custo do capital; b) relação salarial fordista; e c) políticas macroeconômicas voltadas para o pleno emprego (BOYER, 2009).

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

Porém, devido ao aumento da concorrência internacional e dos custos de produção (resultando na queda da taxa de lucro), à perda de liderança das empresas norte-americanas para as japonesas no final dos anos de 1970 e ao aumento dos custos de agência¹ (devido ao grande tamanho das empresas), a governança focada em “reter e reinvestir” começa a ser duramente criticada. Além disso, nesse período tem-se a ascensão dos investidores institucionais entre os principais agentes do mercado financeiro², os quais buscam resultados de curto prazo, maior grau de liquidez para seus ativos e impõe uma governança focada na maximização da riqueza do acionista (CHESNAIS, 1996; AGLIETTA, 2000; CROTTY, 2003).

A partir dos anos de 1980 houve uma mudança na gestão das empresas não-financeiras de “reter e investir” para “*downsize* e distribuir” (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000). Dessa forma, o foco da gestão passou a ser o interesse dos acionistas e a governança corporativa passou a priorizar a maximização da sua riqueza (FARHI e BORGHI, 2009; FICHTNER, 2020). A aplicação do direito de propriedade, pelo qual o sistema legal confere ao acionista o direito de exercer poder nas empresas por meio da governança, é outra forma da dominância das finanças sobre a atividade produtiva (DORE, 2008).

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

Além disso, essa mudança na gestão promoveu uma redução do tamanho das empresas. As atividades que não fossem atividades fim deveriam ser terceirizadas e unidades produtivas não eficientes do ponto de vista econômico deveriam ser vendidas. Os objetivos dessas medidas era reduzir os custos de agência, elevar a rentabilidade dos ativos, torna-las mais líquidas e comercializáveis (PLIHON, 1999; BATT e APPELBAUM, 2013).

As decisões do gestor passaram a buscar resultados de curto prazo em detrimento dos objetivos de longo prazo, implicando no aumento da posse de ativos financeiros e das atividades financeiras como novas fontes de geração de riqueza (CROTTY, 2002; COUTINHO e BELLUZZO, 2004; DUMÉNIL e LÉVY, 2004). Consequentemente, houve uma redução da participação do lucro operacional no lucro total, um aumento do lucro financeiro e um crescimento do endividamento dessas empresas (KARWOWSKI e STOCKHAMMER, 2017), bem como da distribuição de dividendos e das práticas de

¹ De acordo com Jensen e Meckling (1976), os custos de agência são: a) as despesas de monitoramento por parte do principal, b) os custos residuais e c) as despesas com a concessão de garantias contratuais por parte do agente. Estes custos ocorrem devido à dispersão do capital, que resultou na separação da propriedade e controle das grandes empresas modernas. Para entender esse tema ver também Berle e Means (1932), Jensen (1986) e Harris e Raviv (1991).

² 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.

recompra de ações³ (CRANE *et al* 2016; FICHTNER, 2020). Essas medidas diminuíram a taxa de retenção do lucro, os recursos para compra de ativos fixos e o investimento em P&D, com impactos negativos sobre o crescimento de longo prazo das empresas e da economia (STOCKHAMMER, 2008; ORHANGAZI, 2008; PALLEY, 2008; DEMIR, 2009; DAVIS e WALSH, 2015; DAVIS, 2018).

3. A Financeirização nas Economias em Desenvolvimento: caso da Economia Brasileira

O processo de financeirização nos países em desenvolvimento difere do ocorrido nos países desenvolvidos devido à heterogeneidade socioeconômica, à grande dependência de importações em setores relevantes da economia (BONIZZI, 2013; BECKER *et al*, 2015), e à subordinação das finanças desses países à economia e às finanças dos países centrais⁴ (KALTENBRUNNER e PAINCEIRA, 2017; BONIZZI *et al* 2019; FONSECA *et al* 2019).

Karwowski e Stockhammer (2017) apontam seis fatores que indicam a financeirização das economias em desenvolvimento: 1) desregulamentação financeira; 2) fluxo financeiro estrangeiro; 3) volatilidade no preço dos ativos; 4) mudança para um mercado baseado nas finanças; 5) financeirização das empresas não-financeiras; e 6) financeirização doméstica. Segundo esses autores, todos esses fatores estão presentes de forma moderada na economia brasileira. Neste artigo investigaremos de forma empírica especificamente a financeirização das empresas não financeiras.

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

No Brasil o mercado de capitais é pouco desenvolvido e a financeirização é baseada na indexação dos títulos de dívida pública e no endividamento interno do setor público em um cenário de juros altos e de uma distribuição de riqueza que beneficia os detentores da dívida. 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 no Brasil se iniciou por meio dos ganhos inflacionários antes mesmo do processo de desregulamentação e abertura financeira e comercial. Essa foi à primeira fase do processo de financeirização da economia brasileira, que prevaleceu entre os anos de 1970 e 1993, e foi chamada pelos autores de “hiperinflação”. Já a segunda fase teve início após a estabilização monetária alcançada com a implementação do Plano Real. Como nessa fase os ganhos inflacionários não eram mais possíveis, a acumulação rentista-financeira foi proporcionada pelos altos juros. Essa fase foi denominada “hiperjuros”.

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

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

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

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

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 governança corporativa, principalmente a partir dos anos 2000 observa-se um aprofundamento da governança focada na maximização da riqueza dos acionistas (MIRANDA *et al.*, 2015; ATTÍLIO e CAVALCANTI, 2019). Isto pode ser verificado por meio do aumento da participação dos investidores institucionais e estrangeiros entre os principais acionistas das empresas não-financeiras de capital aberto no Brasil e da maior dispersão do capital, principalmente nos segmentos de governança mais elevados da BM&FBovespa (GORGA, 2009; MIRANDA *et al.*, 2017). O crescimento da participação desses investidores tem pressionado as empresas a aumentar suas atividades financeiras (FONSECA *et al.*, 2019) e a distribuição de dividendos (CORRÊA *et al.*, 2017). Além disso, outros fatores indicam a adoção desse princípio de governança: a) a elevação do pagamento de juros sobre o capital próprio; b) os recursos financeiros sendo destinados a recompra de ações e às atividades financeiras, e c) redução dos recursos para a compra de ativos imobilizados.

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 firmas 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 um aumento do endividamento das empresas (MIRANDA *et al.*, 2015; BRUNO, 2008).

Alguns autores investigaram a relação entre financeirização e investimento produtivo no Brasil. Branco (2010) analisou o impacto da financeirização sobre as decisões de investimento das empresas brasileiras não-financeiras no período de 1995 a 2007 utilizando um painel dinâmico estimado por meio do GMM. Os resultados evidenciaram uma relação negativa entre a financeirização e acumulação de capital.

Feijó *et al.* (2016) também utilizaram um painel dinâmico para analisar o impacto da financeirização sobre o investimento produtivo no Brasil no período de 1990 a 2000. Os autores concluíram que a política econômica não favoreceu decisões de longo prazo e que a vulnerabilidade externa aumentou com a abertura econômica em 1990, reduzindo o espaço para políticas de crescimento. Observaram ainda uma correlação positiva entre a participação nos lucros e a taxa de investimento e negativa entre esta e a financeirização.

Miranda e Matos (2016) estudaram o impacto da financeirização no investimento produtivo das empresas brasileiras não-financeiras no ano de 2012, utilizando uma Análise Qualitativa Comparativa (QCA) *fuzzy* e Análise de Componente Principal (ACP). Os autores concluíram que a presença de aplicações financeiras elevadas causou um baixo nível de investimento no referido ano.

Paula e Meyer (2018) analisaram a relação entre financeirização e investimento no Brasil por meio da análise de dados do período de 1995-2017. Esses 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, indicando que o processo de financeirização se iniciou com a liberalização comercial e financeira. Entretanto, após analisarem os indicadores contábeis das grandes empresas brasileiras, os autores entenderam que, embora a receita financeira fosse relevante para o retorno das empresas, não havia evidência de que o pagamento de dividendos ocorresse em detrimento do investimento produtivo.

Considerando as empresas não-financeiras de capital aberto, Attílio e Cavalcante (2019) investigaram o impacto da estratégia de *maximizing shareholder value* (MSV) sobre o emprego no Brasil no período de 1997 a 2013. Os autores construíram um modelo econométrico usando a Teoria da Reação em Cadeia para verificar as consequências da distribuição de dividendos sobre o emprego. A relação entre MSV, investimento e emprego setorial foi estimada por meio de mínimos quadrados em dois estágios. Os resultados mostraram que o aumento da distribuição de dividendos, por meio da MSV, impactou negativamente o investimento produtivo o que, por sua vez, afetou o nível de emprego.

Fonseca *et al.* (2019) avaliaram o efeito da presença de investidores institucionais sobre a estratégia de gestão e a financeirização das empresas brasileiras não-financeiras no período de 2010 a 2016. Os autores estimaram um modelo econométrico pelo GMM utilizando como variáveis dependentes o pagamento de dividendos e o investimento financeiro, ambas como proporção do Ativo Total. Os

resultados evidenciaram que a presença de investidores institucionais não influenciou a política de dividendos, mas teve o efeito de aumentar o investimento financeiro. Além disso, observou-se que o investimento financeiro se correlaciona positivamente com a lucratividade e negativamente com o investimento produtivo.

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

4. Metodologia

O modelo que utilizamos para analisar o impacto da financeirização sobre o investimento produtivo das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto foi adaptado da metodologia de Orhangazi (2008) e Demir (2009). Os dados se referem ao período de 2010 a 2016 e foram obtidos nas demonstrações contábeis e financeiras consolidadas das empresas não-financeiras de capital aberto disponíveis no *software* Economática e no *site* da B³ (Brasil, Bolsa, Balcão). Ou seja, essas informações foram retiradas do Balanço Patrimonial (BP), da Demonstração de Resultado do Exercício (DRE), da Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC) e da Demonstração do Valor Adicionado (DVA) das empresas não-financeiras de capital aberto que transacionam suas ações na BM&Bovespa.

Inicialmente, a base de dados continha informações de 360 empresas. No entanto, foram eliminadas as empresas financeiras, empresas de mercado de balcão e empresas coligadas e controladas, restando assim 257 empresas. As variáveis utilizadas estão apresentadas no Quadro 01.

Quadro 01: Descrição das Variáveis Utilizadas no Modelo

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

Fonte: Elaboração Própria.

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

As variáveis explicativas incluem determinantes reais e financeiros da taxa de investimento produtivo. A capacidade produtiva, a taxa de lucro operacional e o custo do endividamento são os

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

4.1 Especificação do Modelo Econométrico

Para analisar os efeitos da financeirização sobre a acumulação de capital foi estimado um modelo dinâmico de dados em painel por meio do *Generalized Method of Moments* (GMM). Esse estimador é adequado para processos geradores de dados em que: 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 a algumas variáveis do que a 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; 5) os erros idiossincráticos são não correlacionados entre as unidades de observação (ROODMAN, 2006).

O modelo estimado possui a seguinte forma:

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

Onde $\beta_0 \dots \beta_8$ são os coeficientes a ser estimados, o subscrito i representa a empresa e t indica o período no tempo. As variáveis explicativas foram defasadas em um período como forma de refletir o tempo de ajuste, ou seja, o tempo de resposta do investimento a mudanças nessas variáveis⁵. Tem-se, por exemplo, que o lucro operacional do período t ainda não foi realizado quando as decisões de investimento do período t foram feitas, devendo-se então considerar o lucro operacional do período $t - 1$.

Com relação ao sinal dos coeficientes, espera-se que o coeficiente da variável dependente defasada seja positivo ($\beta_1 > 0$), pois empresas que investiram no período anterior tendem a continuar investindo no período atual. Acredita-se que os coeficientes de capacidade produtiva e lucro operacional também serão positivos (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 ser 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 juros pode estar associado com o aumento da alavancagem para a aquisição de ativos físicos. Já o coeficiente do custo de capital de terceiros deve apresentar sinal negativo ($\beta_5 < 0$), visto que quanto maior a taxa de juros menos a empresa tende a utilizar capital de terceiros para fazer investimento.

Espera-se que os pagamentos 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 pode ser positivo ou negativo ($\beta_8 > 0$ ou $\beta_8 < 0$), pois a receita financeira pode ser utilizada para realizar novos investimentos financeiros ou direcionada para o investimento produtivo.

As variáveis capacidade produtiva, taxa de lucro operacional e taxa de pagamento ao acionista foram consideradas como endógenas e as demais como exógenas. Além do modelo base, representado pela equação 1, foram estimadas mais três especificações, incluindo *dummies* de setor (modelo 2), de grau de governança corporativa (modelo 3) e porte das empresas (modelo 4), respectivamente. A *dummy*

⁵ Para entender melhor essa questão ver Davis (2018).

setorial visa isolar as singularidades dos setores que não são capturadas pelos outros regressores, possibilitando verificar se a financeirização afeta os setores de forma distinta. Dentre as 257 empresas analisadas, tem-se que 20 são empresas comerciais, 102 são prestadoras de serviços e 135 são indústrias.

A inclusão das variáveis *dummy* de grau de governança corporativa permite verificar se as empresas com diferentes graus de governança corporativa são impactadas pela financeirização de forma distinta. Para tal, foi feita uma divisão das firmas de acordo com os segmentos de listagem da 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 governança corporativa ao passo que as que fazem parte do Novo Mercado possuem o nível mais alto. A literatura aponta que empresas com uma boa governança corporativa são compromissadas com uma série de práticas que vão em direção à maximização do valor do acionista. Assim, espera-se que essas firmas paguem mais dividendos e, portanto, sejam mais afetadas pela financeirização.

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

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

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

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

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

Onde:

$\beta_{x,LP}$ = coeficiente de longo prazo da variável explicativa x

$\beta_{x,CP}$ = coeficiente de curto prazo da variável explicativa x

β_1 = coeficiente da variável dependente defasada, que captura a natureza dinâmica do processo de geração de dados.

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

5. Análise dos Resultados

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

Tabela 01: Estatísticas descritivas das variáveis do modelo

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

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

A tabela 02 apresenta os resultados dos quatro modelos estimados: 1) modelo base; 2) modelo com as variáveis *dummy* de setor; 3) com as variáveis *dummy* de grau de Governança Corporativa; e 4) com as variáveis *dummy* de tamanho das empresas.

Tabela 02: Efeito da financeirização sobre o investimento produtivo no Brasil: estimações por *System GMM* – 2010 a 2016

Variável	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
Investimento t_{-1}	0,0570 (0,270)	0,0712 (0,197)	0,0566 (0,272)	0,6250 (0,223)
Capacidade Produtiva t_{-1}	-0,0018 (0,348)	-0,0029 (0,163)	-0,0019 (0,377)	-0,0018 (0,348)
Lucro Operacional t_{-1}	0,0064 ** (0,047)	0,0057 * (0,090)	0,0064 ** (0,036)	0,0066 ** (0,038)
Endividamento t_{-1}	-0,0272 ** (0,013)	-0,0325 *** (0,000)	-0,0265 ** (0,021)	-0,0201 * (0,071)
Custo do Endividamento t_{-1}	-0,4992 * (0,055)	-0,3710 (0,257)	-0,4707 * (0,093)	-0,5109 ** (0,043)
Pagamento Financeiro t_{-1}	-0,0078 * (0,060)	-0,0085 * (0,085)	-0,0076 * (0,074)	-0,0069 (0,107)
Aplicação Financeira t_{-1}	0,1500 (0,338)	0,2175 (0,155)	0,1945 (0,196)	0,1282 (0,414)
Receita Financeira t_{-1}	0,1637 (0,592)	0,0623 (0,853)	0,1347 (0,673)	0,1609 (0,587)
Constante	0,0818 ** (0,011)	0,1311 *** (0,003)	0,0738 ** (0,034)	0,0569 * (0,082)
<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, utilizando o *Stata*.

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

Com relação à validade dos modelos tem-se que os testes de especificação, sendo eles o Teste *Arellano-Bond* e o Teste *Hansen*, evidenciam a validade de todos eles. Os testes AR (1) e AR (2) indicam

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

Analisando os resultados observa-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 do ano anterior, 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 significativos 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 significativos 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 anterior, 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, indica que quanto maior o lucro operacional do período anterior, maior o investimento em capital fixo do período atual. Esse resultado também foi encontrado por Demir (2009) e Davis (2018).

Por outro lado, a taxa de endividamento, o custo do capital de terceiros e a taxa de pagamento financeiro afetaram negativamente o investimento em imobilizado. O sinal negativo no coeficiente da taxa de endividamento sugere que as empresas não contraíram dívida para financiar o investimento produtivo, mas sim para financiar outros tipos de gastos. Esse resultado pode indicar também que o pagamento de juros, resultante de uma maior alavancagem, reduziu a disponibilidade de recursos para o investimento em capital fixo⁶. Esse achado evidencia o efeito negativo da financeirização sobre o investimento produtivo, visto que a taxa de endividamento é uma das variáveis que indicam financeirização.

O efeito negativo do custo de capital de terceiros já era esperado e nos mostra que um aumento no custo do capital desestimula o investimento produtivo, pois fica mais caro investir em imobilizado. O coeficiente negativo da taxa de pagamento aos acionistas indica que quanto maior o pagamento de dividendos e juros sobre o capital próprio, menor a disponibilidade de recursos para a realização de investimento produtivo. Este resultado evidencia o efeito negativo da governança focada na maximização

⁶ 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.

da riqueza do acionista sobre o crescimento do imobilizado, corroborando o impacto negativo da financeirização sobre o investimento produtivo.

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

A taxa de aplicação financeira e a receita financeira não foram significativas, indicando que o aumento das aplicações em ativos financeiros e da renda proveniente desses ativos não afeta o investimento em capital fixo no Brasil. Esse resultado vai em desencontro com a literatura a respeito da financeirização e pode decorrer 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 dessas variáveis *dummy* foi significativa, de forma que diferentes graus de governança corporativa não influencia os efeitos da financeirização. No que diz respeito às variáveis *dummy* de porte (sendo eles micro, pequena e grande) tem-se que a *dummy* micro foi utilizada como controle. Nenhuma dessas variáveis *dummy* foi significativa, de forma que o tamanho das empresas não influencia os efeitos da financeirização sobre o investimento produtivo.

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.

A partir dos coeficientes de curto prazo do modelo 1 da tabela 02 foram calculados os coeficientes de longo prazo (tabela 03). Como esperado, observa-se que o lucro operacional afeta positivamente o investimento produtivo no longo prazo. Por outro lado, o endividamento prejudica o investimento produtivo das empresas no longo prazo, sugerindo que esses recursos não são captados para financiar a expansão da capacidade produtiva e que podem ser usados para outras finalidades, tais como fazer aplicações financeiras e/ou pagamentos aos acionistas. Esse resultado indica que existe um processo de financeirização na economia brasileira. O custo desse endividamento e a realização de pagamentos financeiros também afetam negativamente o investimento produtivo no longo prazo, o que reforça a existência desse processo de financeirização e seu efeito negativo sobre o setor produtivo da economia.

Tabela 03: Efeito da financeirização sobre o investimento produtivo no Brasil no longo prazo

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

Fonte: Elaboração própria, utilizando o *Stata*.

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

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 sobre o

capital de terceiros, juros sobre o capital próprio e dividendos reduziram os recursos disponíveis para a realização do investimento produtivo. Já o aumento das aplicações e das receitas financeiras não afetou o investimento produtivo de forma significativa.

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

6. Considerações Finais

Dado que há poucos estudos econométricos que avaliam a influência da financeirização sobre o investimento em capital fixo no Brasil para o período mais recente, o objetivo desse artigo foi investigar 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 a 2016. Com esse intuito, o conceito de financeirização utilizado neste artigo refere-se ao aumento da atividade financeira e do endividamento das empresas não-financeiras e à ascensão da governança corporativa focada na maximização da riqueza do acionista

Os resultados encontrados no trabalho mostram que a taxa de lucro operacional afetou positivamente o investimento em capital fixo. Isto evidencia que o aumento do lucro operacional é um incentivo para a expansão do investimento real. As variáveis taxa de endividamento, custo do capital e a taxa de pagamento financeiro prejudicam o investimento produtivo das empresas. O efeito negativo da taxa de endividamento sobre o crescimento do imobilizado sugere que as empresas podem estar contraindo dívida para financiar a distribuição de riqueza ao acionista, para transformar dívidas de curto prazo em dívidas de longo prazo e/ou atividades financeiras. Esse fenômeno mostra que existe um processo de financeirização nas empresas brasileiras e que esse fenômeno impacta negativamente o investimento produtivo.

O efeito negativo do custo do capital sobre o investimento produtivo pode ser devido ao próprio aumento do endividamento, gerando um fluxo maior de recursos para pagamento da dívida, ou ao aumento do custo de captação desses recursos, o que também aumenta o volume de recursos para os credores. Quanto maior a distribuição de recursos para os credores, menor a disponibilidade de caixa para compra de ativo fixo. Isto também evidencia a presença da financeirização nas empresas brasileiras.

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

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

7. Referências Bibliográficas

AGLIETTA, M. Shareholder Value and Corporate Governance: some tricky questions. **Economy and Society**, v. 29, n. 1, p.146-159. 2000.

ATTILIO, L. A.; CAVALCANTE, A. Empresas não-financeiras e o Impacto da estratégia shareholder value sobre o emprego no Brasil. **Revista Análise Econômica**, v. 37, n. 73, p. 175-209, 2019.

BATT, R e APPELBAUM, E. The Impact of Financialization on Management and Employment Outcomes. **Upjohn Institute Working Paper, n.13-191**, Upjohn Institute for Employment Research, 2013, 45 p.

BECKER, J.; JÄGER, J.; LEUBOLT, B. e WEISSENBACHER, R. Peripheral financialization and vulnerability to crisis: A regulationist perspective. **Competition & Change**, v. 14, n. 3-4, p. 225-247, 2010.

BERLE, A. A. e MEANS, G. C. **The Modern Corporation and private Property**. New York: Macmillan. 1932. 332 p.

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

BONIZZI, B.; KALTENBRUNNER, A.; POWELL, J. Subordinate financialization in emerging capitalist economies. **Greenwich Papers in Political Economy**, p. 1-16, 2019.

BOYER, R. **Teoria da Regulação: os fundamentos**. São Paulo: Estação Liberdade, 2009. 156 p.

BOYER, R. Is a Finance-Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis. **Economy and Society**, v. 29, n. 1, p.111-145. 2000.

BRUNO, M. A. P. **Acumulação de capital, distribuição e crescimento econômico no Brasil: uma análise dos determinantes de longo prazo**. Rio de Janeiro: IPEA, 2008.

BRUNO, M.; CAFFÉ, R. Indicadores macroeconômicos de financeirização: metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil. In: BRUNO, Miguel (org.). **População, espaço e sustentabilidade: contribuições para o desenvolvimento do Brasil**. Rio de Janeiro: Escola Nacional de Ciências Estatísticas, 2015. p. 35-61.

BRANCO, I. K. C. **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.

BROSSARD, O.; LAVIGNE, S. e SAKINC, M. Ownership structures and R&D in Europe: the good institutional investors, the bad and ugly impatient shareholders. **Industrial and Corporate Change** 22(4): 1031–1068, 2013.

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

CHESNAIS, F. **A Mundialização do Capital**. São Paulo: Xamã, 1996. 335p.

CICCOLO JÚNIOR, J. H.; BAUM, C. 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, M. F.; LEMOS, P. de M. e FEIJÓ, C. Financeirização, empresas não financeiras e o ciclo econômico recente da economia brasileira. **Economia e Sociedade**, v. 26, p. 1127-1148, 2017.

COUTINHO, L; BELLUZZO, L. G. “Financeirização” da riqueza, inflação de ativos e decisão de gastos em economias abertas. In: FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F de (org.), **Globalização Financeira: ensaios de macroeconomia aberta**. Petrópolis: Vozes, 2004. p. 59-105.

CRANE, A.; MICHENAUD, S. e WESTON, J. The effect of institutional ownership on payout policy: Evidence from index thresholds. **Review of Financial Studies** 29(6): 377–1408, 2016.

- 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, L. E. Financialization and the non-financial corporation: An investigation of firm-level investment behavior in the United States. **Metroeconomica**, v. 69, n. 1, p. 270-307, 2018.
- DAVIS, A.; WALSH, C. The Role of the State in the Financialisation of the UK Economy. **Political Studies**, v. 64, n. 3, p. 666-682, 2015.
- DEMIR, F. Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets. **Journal of Development Economics**, v. 88, n. 2, p. 314-324, 2009.
- DORE, R. Financialization of the Global Economy. **Industrial and Corporate Change**, v. 17, n. 6, p. 1097-1112. 2008.
- 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, G. **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, J. e HABBARD, P. From shareholder value to private equity—the changing face of financialisation of the economy. **Transfer: European Review of Labour and Research**, v. 14, n. 1, p. 63-75, 2008.
- FARHI, M. e BORGHI, R. A. Z. Operations with financial derivatives of corporations from emerging economies. **Estudos Avançados**, 23, 169–88, 2009.
- FEIJÓ, C.; LAMÔNICA, M. T.; BASTOS, J. C. A. Why does the investment rate not increase? Capital accumulation and stabilization policy in the 1990s and 2000s in Brazil. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 39, n. 4, p. 539-561, 2016.
- FERNANDEZ, R.; AALBERS, M. B. Financialization and housing: between globalization and Varieties of Capitalism. **Competition & Change**, v. 20, n. 2, p. 71-88, 2016.
- FICHTNER, J. The Rise of Institutional Investors. In: MADER, P.; MERTENS, D.; ZWAN, N. V. der. **The Routledge International Handbook of Financialization**. Nova York: Routledge, 2020. p. 265-275.
- FONSECA, C. V. C.; SILVEIRA, R. L. F. da; HIRATUKA, C. The influence of heterogeneous institutional investors on company strategies in emerging countries: evidence from Brazil. **Competition & Change**, v. 23, n. 5, p. 460-480, 2019.
- HARRIS, M. e RAVIV, A. Corporate Control Contest and Capital Structure. **Journal of Finance Economic**, v.45, n.2, p. 321-349, 1990.
- JENSEN, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. **American Economic Review**, v.5, n. 76, p.323-339, 1986.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, 1976.

KARWOWSKI, E. e STOCKHAMMER, E. Financialisation in emerging economies: a systematic overview and comparison with Anglo-Saxon economies. **Economic and Political Studies**, v. 5, n. 1, p. 60-86, 2017.

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

LAPAVITSAS, C. Teorizing Financialization. **Work, Employment and Society**, v. 25, n. 4, p. 611-626, 2011.

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

MIRANDA, B. P. J. de; CROCCO, M.; SANTOS, F. B. T. 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.

MIRANDA, B. P. J. de; MATOS, C. M. 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, 2016.

ORHANGAZI, Ö. Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973-2003. **Cambridge Journal of Economics**, v. 32, n. 6, p. 863-886, 2008.

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

PAPKE, L. E.; WOOLDRIDGE, J. M. A computational trick for delta-method standard errors. **Economics Letters**, 86(3), 413–417, 2005.

PAULA, L. F. de; MEYER, T. R. Financialization and investment in Brazil in 1995-2017. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA: DESAFIOS PARA A ECONOMIA BRASILEIRA: UMA PERSPECTIVA KEYNESIANA, 11., 2018, Porto Alegre. **Anais [...]**. Porto Alegre: Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 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.

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

ROODMAN, D. 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.

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

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

TORI, D.; ONARAN, Ö. The effects of financialization on investment: evidence from firm-level data for the UK. **Cambridge Journal of Economics**, v. 42, n. 5, p. 1393-1416, 2016.

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

WILLIAMS, K. From Shareholder Value to present-day capitalism. **Economy and Society**, v. 29, n.1, p. 1-12, 2000