

Luccas Assis Attílio

Empresas Não-Financeiras e o Impacto da Estratégia
***Maximizing Shareholder Value* Sobre o Emprego no**
Brasil

Belo Horizonte, MG
UFMG/CEDEPLAR
2016

Luccas Assis Attílio

**Empresas Não-Financeiras e o Impacto da Estratégia
Maximizing Shareholder Value Sobre o Emprego no
Brasil**

Dissertação apresentada ao curso de Mestrado em Economia do Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial à obtenção do Título de Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Anderson Tadeu Marques
Cavalcante

Belo Horizonte, MG
Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional
Faculdade de Ciências Econômicas - UFMG
2016

Folha de Aprovação

AGRADECIMENTOS

Pensei em não escrever essa parte, uma vez que geralmente somente uma pessoa a lê: a mesma que a escreve. Desconsidere esse pensamento e aqui venho agradecer pessoas que foram fundamentais para mim durante o mestrado. Muitas dessas pessoas já possuíam um relevante papel em minha vida, outras apareceram durante essa jornada.

Primeiramente quero agradecer aos meus irmãos Gabriel, um exemplo de estudante a ser seguido, e Bárbara, que possui um grande potencial acadêmico, embora na maioria das vezes se esqueça disso.

Aos meus pais, Sérgio e Fátima, por todo o apoio dado durante o curso. Ir para a casa deles sempre me deixava mais calmo e tranquilo para percorrer essa jornada.

Correndo o risco de esquecer alguém, nesse parágrafo cito amigos que se destacaram nesses dois anos. Pedro, sempre disposto a me ajudar, seja em fornecer um lugar para eu ficar, caronas e os vários “intensivões”; Silvester, amigo para todas as horas, mas só me levava para ver o São Paulo apanhar em BH para os times da cidade; Vinícios, amigo de longa data, sempre me ligando para pormos o assunto em dia, e sempre com a campanha “Receita Federal”; e Elaine, companheira de uma década, sobretudo, companheira de açaí.

Ao meu orientador, Anderson, sempre atencioso e disposto a tirar dúvidas que surgissem, ao mesmo tempo exigindo cada vez mais, se provou ser um grande profissional. Sem dúvidas, o período de maior aprendizado nesse mestrado foi durante a sua orientação.

Agradeço à Ana, também conhecida como Joanelha, por todo apoio digital que recebi durante esse tempo. Sem dúvidas a pessoa mais marxista que já conheci. Travamos bons debates nesse tempo, e sinto que aprendi muito com eles. Você representa muito bem o tio Marx, como você diria.

Aos amigos que fiz durante o mestrado e na cidade de Belo Horizonte, sei que muitos desses continuarão sendo meus amigos, apesar de morarmos longe um do outro agora.

Aos amigos da FAPEMIG, ainda que meu convívio com eles seja recente, me acolheram da melhor forma possível. Em especial, ao Elton, aluno do CEDEPLAR, mas que tive maior contato somente aqui. Sua dedicação com o trabalho é um exemplo a ser seguido. Agradeço muito ao voto de confiança que me foi concedido.

E ao Nino! Que sempre fazia companhia para mim na casa dos meus pais, não deixando que eu estudasse sozinho.

Enfim, a essas pessoas, uma simples ligação de celular já era capaz de melhorar o meu humor, tornar mais suave momentos difíceis, e me mostrar que eu não estava sozinho. Agradeço profundamente por existirem. De todas as escassezes que existem atualmente, certamente a de amigos eu não sofro.

[O] próprio desenvolvimento da produção [ameaça] a taxa de lucro, o estimulante da produção capitalista e, ao mesmo tempo, condição e móvel da acumulação.

(Karl Marx)

Sumário

INTRODUÇÃO	1
CAPÍTULO 1: FINANCEIRIZAÇÃO	5
1.1 A Ascensão das Finanças.....	5
1.2 A Liberalização Financeira	8
1.3 Conceituando a Financeirização.....	11
1.4 O <i>Maximizing Shareholder Value</i> e o Mercado de Trabalho	15
1.5 Conclusão	22
CAPÍTULO 2: EMPRESAS NÃO-FINANCEIRAS E O <i>MAXIMIZING SHAREHOLDER VALUE</i>	24
2.1 O Alastramento das Finanças no Brasil e o seu Impacto nas Empresas e no Emprego.....	24
2.2 Análise das Empresas não-Financeiras de Capital Aberto no Brasil entre 1997 a 2013	34
2.3 Comparações com Experiências Internacionais.....	47
2.4 Mercado de Trabalho entre os anos de 1997 a 2013.....	50
2.5 Conclusão	53
CAPÍTULO 3: MODELO ECONOMETRICO	55
3.1 Teoria da Reação em Cadeia	55
3.2 Estudo Econométrico	59
3.3 Discussão dos Resultados.....	71
3.4 Conclusão	77
CONCLUSÃO.....	79
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	82
ANEXOS	88

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Receita Operacional/Ativo Total.....	35
Gráfico 2: Receita Financeira/Ativo Total	36
Gráfico 3: Receita Financeira/Receita Operacional em porcentagem	36
Gráfico 4: Receita de Aplicações Financeiras/Receita Financeira e Receita de Variações Cambiais e/ou Monetárias/Receita Financeira em porcentagem	37
Gráfico 5: Lucro não-financeiro em milhares de reais	38
Gráfico 6: Prejuízo Financeiro em milhares de reais.....	39
Gráfico 7: Lucro Líquido em milhares de reais	40
Gráfico 8: Encargos de Operações Financeiras e Despesa de Variações Cambiais e/ou Monetárias.....	40
Gráfico 9: Dívida Bruta/Passivo Total.....	41
Gráfico 10: Dívida de Curto Prazo/Dívida Total em porcentagem.....	42
Gráfico 11: Imobilizado/Ativo Total.....	43
Gráfico 12: Lucro Retido/Ativo Total.....	45
Gráfico 13: Dividendos em milhares de reais	45
Gráfico 14: Dividendos/Lucro Líquido	48
Gráfico 15: Dividendos/Lucro Retido	49
Gráfico 16: Renda Real Média em reais	51
Gráfico 17: Salário Mínimo Real em reais.....	51
Gráfico 18: Estoque de Empregos	52
Gráfico 19: Taxa de Desemprego Nacional.....	53

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Definição das Variáveis	34
Tabela 2: Participação de cada empresa por rubrica	88
Tabela 3: Variáveis e Dados	60
Tabela 4: Estatísticas das Variáveis.....	63
Tabela 5: Setores e Empresas	90
Tabela 6: Formas Funcionais do Primeiro Estágio.....	71
Tabela 7: Estimações do primeiro estágio sem a correção da Autocorrelação	91
Tabela 8: Estimações do primeiro estágio com a autocorrelação corrigida	72
Tabela 9: Estimações do segundo estágio sem a correção da Autocorrelação	93
Tabela 10: Estimações do segundo estágio com a Autocorrelação corrigida ..	76

RESUMO

A financeirização é um processo que vem se difundindo cada vez mais nas economias capitalistas, possuindo entre suas ramificações a estratégia de *maximizing shareholder value*, na qual empresas não-financeiras priorizam o setor financeiro em detrimento do setor produtivo, buscando lucros financeiros e incrementando o pagamento de dividendos para os acionistas, impactando diretamente sobre os trabalhadores, pela perda de empregos. Em vista disso, essa dissertação investiga 79 empresas não-financeiras de capital aberto que operaram no Brasil entre os anos de 1997 a 2013 para verificar se essa dinâmica esteve presente no país. A análise do comportamento dessas empresas revelou que essas instituições adotaram a estratégia de *maximizing shareholder value*, aumentando o patamar de distribuição de dividendos ao longo dos anos. Para verificar o impacto dessa estratégia sobre o mercado de trabalho, estimações econométricas foram realizadas. Utilizando a Teoria da Reação em Cadeia e se baseando parcialmente no trabalho de González e Sala (2013), um modelo econométrico foi construído para analisar a influência do MSV sobre a criação de empregos, usando o investimento como canal de ligação entre o setor financeiro e o setor produtivo. O método de Mínimos Quadrados em Dois Estágios foi utilizado, o que permitiu que se verificasse o impacto negativo da distribuição de dividendos sobre a taxa de investimento e, posteriormente, a influência positiva da taxa de investimento sobre o emprego, confirmando, deste modo, o impacto deletério do MSV sobre o setor produtivo. A respeito da financeirização, essas empresas se encontram em um estágio incipiente desse processo, uma vez que variáveis relacionadas a esse fenômeno apresentaram comportamento contrário ao esperado.

Palavras-chave: Maximizing Shareholder Value, Financeirização, Empresas não-Financeiras, Mercado de Trabalho.

ABSTRACT

The financialization of capitalist economies has steadily grown in importance over the last decades. One of its features is that of maximizing shareholder value, which leads non-financial companies to prioritize the financial sector at the expense of the productive sector, to focus on financial profits and to increase dividend payments to shareholders. Workers are directly affected, since many of them lose their jobs as a consequence of these activities. In order to shed some light on this issue, this dissertation investigates whether this behavior was observed over 79 non-financial publicly traded companies operating in Brazil during 1997 and 2013. Results indicate that these institutions have increased dividend payments throughout time and leading to the argument that these companies have adopted the strategy of maximizing shareholder value (MSV). In order to evaluate the impact of this strategy on the labor market, we draw on the Chain Reaction Theory and on González and Sala (2013), in order to employ an econometric model to estimate the influence of MSV on job creation, using investment as a link between the financial sector and the productive sector. According to the results of Two-Stage Least Squares method, dividends have a negative impact on the investment rate and the investment rate, by its turn, has a positive influence on employment. Our results thus support the hypothesis that MSV is a strategy with deleterious impacts on the productive sector. Regarding the financialization, these companies are in an incipient stage of this process, since variables related to this phenomenon exhibited behavior contrary to the expected.

Key-words: Maximizing Shareholder Value, Financialization, non-Financial Companies, Labor Market.

INTRODUÇÃO

Os anos após a Segunda Guerra Mundial testemunharam um forte crescimento do produto interno bruto em diversas economias. Não somente a produção cresceu, como também a demanda que absorvia grande parte desses produtos. No mercado de trabalho observou-se a criação de inúmeras vagas de trabalho. Essa expansão do setor produtivo foi auxiliada por políticas que visavam o pleno emprego.

Esse quadro começou a se modificar no final dos anos 60 e início dos anos 70. Choques do petróleo e o aumento da taxa de juros norte-americana foram fatores que agravaram o cenário internacional. Muitas economias apresentaram estagnação do produto e um processo inflacionário em ascensão. Aliado a isso, crescia o fluxo de capitais em escala internacional, forçando medidas para liberalizar as economias.

As reformas que foram adotadas caracterizaram-se pelo objetivo de liberalizar as economias domésticas. Entre essas medidas, destacou-se a liberalização financeira, conjunto de políticas que defendia a abertura dos mercados financeiros e a desregulamentação financeira. O resultado foi o aumento tanto do fluxo de capitais quanto das operações financeiras em escala mundial. O setor financeiro foi ganhando importância no funcionamento da economia global.

Impulsionada pela intensificação de acumulação de capital pelo canal financeiro, origina-se a financeirização. Esse processo é caracterizado pela intensificação do uso das finanças na economia real, com o deslocamento da renda das famílias e das empresas para o mercado financeiro, com a ascensão de uma nova governabilidade, na qual os agentes financeiros passam a ter maior influência na formulação de políticas públicas.

Uma ramificação da financeirização é a estratégia de maximizar o valor do acionista, em que as empresas não-financeiras priorizam o pagamento de dividendos para os acionistas e direcionam seus esforços para obter lucros financeiros, deixando atividades produtivas em segundo plano. Esse comportamento tem impacto no mercado de trabalho, reduzindo a criação de vagas e fragilizando a situação dos trabalhadores.

Essa relação entre a ascensão da estratégia de *maximizing shareholder value* (MSV) e a perda de dinamismo no mercado de trabalho tem sido crescentemente retratada pela literatura que estuda a financeirização (Lazonick e O'Sullivan, 2000; Stockhammer, 2004; Lazonick, 2012), sendo esse o foco dessa dissertação.

O objetivo desse trabalho pode ser entendido em duas partes: em um primeiro momento, um conjunto de empresas não-financeiras de capital aberto que operaram na economia brasileira é analisado com o intuito de inferir se essas firmas passam pelo processo de financeirização e se adotaram a estratégia de maximizar o valor do acionista. A partir disso, é investigado o impacto das atividades dessas firmas no setor financeiro sobre o mercado de trabalho, isto é, busca-se uma relação entre o setor financeiro e o setor produtivo.

Para atingir esse objetivo, 79 empresas não-financeiras de capital aberto que operaram no Brasil entre os anos de 1997 a 2013 serão analisadas. A dinâmica de funcionamento dessas firmas será investigada por meio de variáveis relativas ao setor produtivo e ao setor financeiro. Feito isso, utilizando a Teoria da Reação em Cadeia e se baseando parcialmente no trabalho de González e Sala (2013), um modelo econométrico é construído para verificar o impacto da estratégia dessas firmas sobre o mercado de trabalho. O método de Mínimos Quadrados em Dois Estágios é usado para ligar o setor financeiro ao setor produtivo, com a variável taxa de investimento servindo de elo entre esses dois setores.

Esse estudo é justificado com base em três pontos. O primeiro é o crescente interesse em entender a relação do setor financeiro com o setor produtivo, em particular, sobre como o deslocamento da renda das empresas para o setor

financeiro pode afetar a produção e o mercado de trabalho. Como foi dito anteriormente, é uma área de estudo que vem ganhando maior interesse, tanto em virtude dos desdobramentos contemporâneos do capitalismo (empresas se tornando financeirizadas) quanto pelos motivos que acarretaram a crise financeira de 2007, entre eles, a especulação financeira, prática que vem sendo realizada em maior escala por empresas não-financeiras (Lapavitsas, 2009). O segundo ponto é a escassez de estudos que relacionam o uso da estratégia de maximizar o valor do acionista por empresas na economia brasileira. Se por um lado a literatura estrangeira tem dado importância para esse tópico, a literatura doméstica precisa avançar mais nesse tema. O terceiro e último ponto é o objetivo de entender a economia brasileira, compreender o comportamento das empresas e as implicações do desempenho delas sobre as famílias. Entende-se que uma melhor compreensão dos fenômenos circunscritos à economia é fator fundamental para a elaboração de políticas públicas eficientes e bem direcionadas.

Para obter êxito nessa tarefa, esse trabalho está dividido em quatro partes, além dessa introdução. O capítulo 1 contextualiza o ambiente que propiciou o surgimento da financeirização e do *maximizing shareholder value* em escala mundial. Posteriormente, esses dois termos, juntamente com a liberalização financeira, são conceituados. Por fim, a relação entre a maximização do valor do acionista com o mercado de trabalho é descrita.

A partir do arcabouço teórico do capítulo 1, o capítulo 2 descreve a experiência brasileira desde os anos 70, enfatizando o comportamento das empresas e do mercado de trabalho. É também nesse capítulo que as 79 empresas de capital aberto que operaram no Brasil entre os anos de 1997 a 2013 são investigadas. O objetivo é entender a dinâmica de funcionamento dessas instituições e, a partir disso, buscar traços em comum com a estratégia de MSV.

O capítulo 3 completa a análise do capítulo 2, utilizando o instrumental econométrico para relacionar o comportamento das empresas no setor financeiro e o seu impacto sobre o setor produtivo, em particular, sobre o

mercado de trabalho, utilizando a Teoria da Reação em Cadeia e o método de Mínimos Quadrados em Dois Estágios.

A conclusão realiza um esboço geral da dissertação e aponta possíveis consequências da financeirização e do MSV em âmbito nacional, além de explicar sobre as limitações dos resultados desse trabalho, mas também mostrar as implicações deles para a economia brasileira e para a literatura que trabalha sobre esse tema.

CAPÍTULO 1: FINANCEIRIZAÇÃO

Esse capítulo contextualiza as condições que propiciaram o surgimento da financeirização em escala mundial. A reforma financeira foi o canal pelo qual as finanças aumentaram a sua influência no funcionamento de diversas economias. Aliado a isso, há o *maximizing shareholder value*, uma ramificação do processo de financeirização na qual empresas não-financeiras se afastam das atividades produtivas em prol das atividades financeiras, culminando na desaceleração da economia e, por conseguinte, no aumento do desemprego. Para realizar essa narrativa, o capítulo está dividido em cinco seções, além dessa breve introdução. A seção 1.1 descreve como a proeminência das finanças foi desencadeada após anos de pouca relevância, detalhando o contexto que permitiu que essa inflexão ocorresse; as seções 1.2 e 1.3 conceituam, respectivamente, os termos liberalização financeira e financeirização; a seção 1.4 traça a relação entre o comportamento do mercado de trabalho e a estratégia de MSV, mostrando os efeitos da financeirização sobre o setor produtivo e conceituando o MSV; por fim, a seção 1.5 apresenta alguns comentários conclusivos.

1.1 A Ascensão das Finanças

Essa seção explica as condições que propiciaram o alastramento da financeirização em diversas economias. Como será visto, choques econômicos impactaram fortemente uma conjuntura econômica já em processo de deterioração, que apresentava estagnação do crescimento do produto, crescente endividamento e inflação elevada.

Sweezy (2004) e Myrdal (1977) denotam que no período pós-guerras o uso de políticas fiscal e monetária expansionistas foi a regra geral. A política fiscal pode ser entendida pelo aumento dos gastos públicos e a busca do pleno emprego e a política monetária pela redução da taxa de juros e o consequente aumento do crédito e da oferta de moeda. O uso desse instrumental foi

defendido por Keynes (1936), para que as economias atingidas pela Grande Depressão de 1929 superassem o momento de baixa atividade econômica e voltassem a crescer.

O uso de políticas expansionistas foi predominante de 1950 a 1970, auxiliando os países a apresentarem sustentadas e significativas taxas de crescimento. O termo *Golden Age* foi usado por alguns autores, como é o caso de Boyer (2000), para retratar esse período.

Outra característica desse período, de acordo com Boyer (2000), foram os ganhos salariais próximos dos aumentos de produtividade por parte dos trabalhadores. Havia harmonia entre o capital e o trabalho, acarretando em relações de longo prazo entre empregadores e empregados. Ademais, o aumento sustentado do poder de compra da massa trabalhadora gerou uma demanda efetiva que absorvia grande parte da produção.

O *Welfare State* foi outro traço observado durante esses anos, no qual gastos em programas sociais ocorriam concomitantemente ao aumento dos gastos públicos. É importante se ater a essa questão, pois o Estado de Bem Estar Social sofre uma inflexão no seu modo de funcionamento a partir dos anos 80. No que concerne ao período de 1950 a 1970, entretanto, o trabalhador se deparou com maior estabilidade no emprego, bem como reduzidas incertezas sobre sua renda futura (Boyer, 2000). Sobre a conexão desse período com a financeirização, na medida em que o Estado regulava a atividade econômica, o setor financeiro contava com pouca margem de manobra para desenvolver produtos financeiros e atuar em maior escala.

Segundo Williamson e Mahar (1998), o Estado exercia significativa influência no setor financeiro no tocante à sua operacionalização: os bancos, o crédito, a taxa de juros, a mobilidade do capital e as demais instituições financeiras eram, em geral, controlados pelo governo, o que acarretava pouco campo para o mercado financeiro se reproduzir. Eram os ditames do Estado e não as forças do mercado que regiam esse segmento da economia. Entretanto, de acordo com Chesnais (1996), é o acúmulo do capital produtivo realizado durante a Era

de Ouro que exercerá pressão para prosseguir o seu processo de valorização, culminando na liberalização financeira e globalização.

Essa conjuntura de crescimento econômico com aumentos salariais é significativamente modificada na década de 70. Em 1973 ocorre o primeiro choque do petróleo em uma ação combinada do cartel da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP). Em 1979 foi a vez do segundo choque ser efetuado. De acordo com Dymski (2009), esses choques contribuíram para agravar um crescente processo inflacionário que já vinha ocorrendo.

Sendo o petróleo um insumo industrial amplamente utilizado e, principalmente, com elevado peso na pauta de importação de muitos países, o seu impacto na *performance* macroeconômica foi imediato, encarecendo o processo de produção dessas economias. Além disso, conforme o valor das importações aumentou abruptamente, sem o tempo necessário para que as exportações pudessem compensar esse incremento, as balanças comerciais de variados países se tornaram *deficitárias* (Hermann, 2011).

Os Estados Unidos da América (EUA) não tardaram em fazer os ajustes para que sua economia se estabilizasse. Conforme Dymski (2009) observa, a taxa de juros norte-americana recrudescceu para elevado patamar com o intuito de eliminar a inflação vigente no país. Arrighi (1994) vê esse aumento como medida para recuperar o valor do dólar e atrair capitais. Todavia, o importante é salientar que era o início da reversão das políticas expansionistas empregadas desde o fim da Segunda Guerra Mundial.

A política monetária restritiva dos EUA repercutiu em outros países, como era de se esperar, considerando o papel proeminente dessa economia no funcionamento do sistema monetário internacional. Segundo Arrighi (1994), esse aumento dos juros impactou diretamente nos países em desenvolvimento que possuíam dívidas em dólares.

Essa gama de fatores não deixaria de afetar o PIB de várias nações, como de fato se verificou nos anos 70, reduzindo o crescimento sustentado desde os

anos 50 e decretando o fim da *Golden Age* do século XX. Conforme aponta Sweezy (1997), o capitalismo desse século passaria por uma fase de desaceleração, não vindo a recuperar o dinamismo apresentado durante a Era de Ouro.

Essa conjuntura recessiva desencadeou um intenso debate com o intuito de resolver o quadro de paralisia econômica (Myrdal, 1977). Saiu-se proeminente desse embate reformas propondo a redução da influência do Estado sobre a economia; medida que seria cristalizada com privatizações, flexibilização do mercado de trabalho, liberalização financeira, entre outras. Para os propósitos desse trabalho, a liberalização financeira receberá maior atenção devido ao suporte que forneceu para o prosseguimento da acumulação de capital. Ao contrário da *Golden Age*, quando essa acumulação ocorreu primordialmente pelo setor produtivo, com a liberalização ela ocorrerá pelo setor financeiro.

1.2 A Liberalização Financeira

Essa seção conceitua os regimes de repressão e liberalização financeira. O objetivo é contextualizar a passagem de um regime para o outro. Vale observar que a liberalização financeira teve conotações diferentes para os países desenvolvidos e em desenvolvimento. Enquanto os primeiros apresentavam um regime financeiro mais próximo ao da liberalização, as nações em desenvolvimento tiveram de empreender reformas estruturais para que pudessem ter um regime financeiro menos regulado.

O controle das taxas de juros era uma das características que o regime de repressão apresentava, principalmente nos países em desenvolvimento. Segundo Fry (1988), o nível dessa taxa não se estabelecia livremente, já que o governo operava controlando o seu patamar. De um modo geral, a taxa de juros permanecia abaixo do que seria o seu valor caso pudesse flutuar livremente. Por conta disso, afirmava-se que existia um teto para a taxa de juros.

Acoplado ao controle dos juros havia outro traço desse regime, o controle do crédito. Fry (1988) denota que a disponibilidade de crédito não era homogênea, variando de acordo com a avaliação do governo a respeito de qual setor ele deveria incentivar. O controle da taxa de juros auxiliava nessa política, uma vez que muitos empréstimos vinham carregados de subsídios.

De acordo com Mathieson e Roldós (2004), a baixa competição bancária também fazia parte do regime de repressão financeira. Na verdade essa característica era um corolário da política de restrição da entrada de bancos na economia. Os bancos domésticos eram em sua maioria públicos e, portanto, controlados pelo governo.

Não somente a entrada de bancos sofria restrições, o influxo de capital era restrito. Rodrik e Subramanian (2009) afirmam que a conta de capital do balanço de pagamentos era supervisionada pelo governo, deixando que determinados capitais entrassem somente após terem passado por um exame prévio.

Desse modo, a repressão financeira pode ser entendida pelo maior controle do Estado sobre o sistema financeiro nacional, tomando medidas e conduzindo o seu funcionamento de acordo com diretrizes públicas. Entretanto, o contexto econômico desfavorável dos anos 70 desencadeou reformas econômicas no *modus operandi* do setor financeiro mundial.

As políticas de liberalização financeira, assim como as outras reformas que foram defendidas nesse período, podem ser entendidas, como já dito na seção anterior, pelo afastamento do governo da esfera econômica e pela crença nas forças do mercado como diretrizes para o funcionamento do sistema financeiro.

Williamson e Mahar (1998) afirmam que a liberalização financeira compreende seis dimensões: i) fim do controle de crédito; ii) desregulamentação da taxa de juros; iii) livre entrada no setor bancário e na indústria de serviços financeiros; iv) autonomia no funcionamento dos bancos; v) bancos privados; e vi) liberalização dos fluxos de capitais.

Esse conjunto de medidas, de acordo com Arrighi (1994), permitiu que os capitais fluíssem com maior liberdade e rapidez entre as economias. Países que antes sofriam com a restrição de capital externo passaram a receber significativos influxos de investimento internacional. De forma semelhante, instituições financeiras se depararam com novos mercados. Conforme assinala Mishkin (2009), aprofundava-se a era da globalização financeira. Ademais, abria-se espaço para que a reprodução do capital acumulado durante a Era de Ouro prosseguisse (Chesnais, 1996), alterando apenas o setor no qual essa operação ocorreria, saindo do setor produtivo e deslocando para o setor financeiro.

Destarte, a liberalização financeira se espalhou em várias nações durante as décadas de 70, 80 e 90, sendo um processo ainda em andamento contemporaneamente. Porém, não foi um processo isento de críticas.

Sobre a especulação financeira, Keynes (1936) foi um crítico dessa prática, uma vez que, segundo ele, essa atividade inibia as expectativas dos empresários profissionais, sendo que estes deveriam se sujeitar às expectativas médias (formadas majoritariamente por investidores leigos), pois se tornava mais vantajoso financeiramente acompanhar o desenvolvimento do mercado financeiro. Projetos de longo prazo eram preteridos por investimentos de curto prazo, com a economia, portanto, sofrendo uma redução de investimentos produtivos.

A respeito de estruturas financeiras mais frágeis, Minsky (1986) assinala que as liberalizações financeiras acarretaram um sistema financeiro mais propício à eclosão de crises financeiras. De acordo com o autor, as crises financeiras indicavam que o sistema financeiro internacional ficou mais fragilizado e suscetível a perturbações do que antes das reformas empreendidas; isto é, o sistema capitalista ficou mais instável. A própria recuperação pós-crisis dessas nações tem se mostrado uma tarefa de difícil realização, como é o caso dos países da Zona do Euro que sofreram o efeito contágio da crise de 2007 e atualmente enfrentam um quadro de duradoura recessão econômica.

Em suma, a liberalização financeira trouxe novos desafios para as economias que aderiram a essas políticas¹. O modo de produção capitalista se tornou mais instável e sujeito a crises econômicas do que era antes dessas medidas. Ao permitir o aumento do fluxo de capitais entre as economias, reduzir a regulação do Estado sobre esses capitais e conferir maior liberdade para agentes financeiros agirem, as políticas de liberalização financeira auxiliaram na continuidade da acumulação de capital. A financeirização se insere nessa dinâmica, e é o tópico da próxima seção.

1.3 Conceituando a Financeirização

O termo financeirização não possui uma definição exata, ele comporta diferentes traços que consubstanciam tal fenômeno. Segundo French, Leyshon e Wainwright (2011), o conceito de financeirização pode ser elucidado sob dois aspectos: o *social accountancy* e a teoria da regulação.

De um modo geral, o *social accountancy* analisa a influência das finanças sobre o comportamento dos indivíduos e das empresas. No caso das empresas não-financeiras, elas estariam adotando a estratégia de *maximizing shareholder value*. O MSV, de acordo com Lazonick (2012; 2011), é caracterizado pelo foco da empresa em maximizar a remuneração dos acionistas através do pagamento de dividendos, de aumentar o valor de suas ações por meio de recompras de suas próprias ações e do aprofundamento de sua relação com o mercado financeiro, isto é, essas corporações passam a depender mais de ganhos financeiros para poderem empreender suas atividades².

No tocante aos indivíduos, a financeirização representaria o aumento da participação de famílias no sistema financeiro. Erturk et al (2005) denominam esse processo de democratização das finanças, no qual famílias de classe de

¹ Outras críticas direcionadas à liberalização financeira podem ser vistas nos trabalhos de Chang e Grabel (2004), Grabel (1995), Diaz-Alejandro (1985), Hossein-Zadeh (2014), Rodrik e Subramanian (2009), Stiglitz (1989), Stiglitz (2000), Crotty (2001), Crotty (2003), Lucarelli (2012) e Piketty (2014).

² Maiores detalhes sobre o MSV serão dados na próxima seção.

renda média e baixa entrariam no sistema financeiro motivadas pelo aumento da renda e na percepção tácita de que conseguiriam administrar os riscos advindos da posse de ativos financeiros. De acordo com o autor, a disseminação de anúncios de instituições financeiras oferecendo diferentes produtos e serviços financeiros serviu como base para atrair essas famílias, que ao perceberem a perda gradual de seu poder de compra devido à estagnação dos salários e à redução de programas sociais ofertados pelo Estado, aderiram ao setor financeiro.

A democratização das finanças também é retratada por Lapavitsas (2011), na qual decisões relativas à aposentadoria, ao consumo, lazer e educação passam a ser tomadas com base no mercado financeiro. O padrão de vida das famílias oscila conforme a *performance* dos ativos financeiros adquiridos. A vida social e individual do cidadão comum é transformada sob a influência das finanças; a evolução do ciclo de vida se torna financeirizada.

A teoria da regulação analisa a financeirização como um regime que pode ser o sucessor do Fordismo. Boyer (2000) chama a atenção para a importância do mercado financeiro em regimes financeirizados; não somente a concorrência entre empresas e indivíduos passa a se basear precipuamente nesse mercado, como também o Estado termina por fazer parte desse novo enfoque na medida em que se ajusta aos critérios desses mercados para obter financiamento. O lucro financeiro passa a ser uma importante variável para mensurar o rendimento das instituições.

Deste modo, o *social accountancy* e a teoria da regulação ilustram o termo financeirização. Todavia, a financeirização possui outros traços que se relacionam com os aspectos analisados. O restante da seção trata de citar outras características da financeirização e, ao mesmo tempo, denotar o impacto delas principalmente sobre o mercado de trabalho.

Palley (2007) cita o ganho de proeminência no processo de elaboração de políticas econômicas por parte dos mercados, instituições e elites financeiras, que passam a exercer maior influência sobre os Estados. Em outras palavras,

é o setor financeiro se sobrepondo ao setor real no tocante ao direcionamento da economia.

A respeito dessa característica, vale observar que os Estados nacionais desde os anos 70 e 80 têm sido monitorados pelos mercados financeiros. Políticas que seguem em sentido contrário ao considerado ideal pelos agentes financeiros corriqueiramente geram perda de credibilidade para o país, ou seja, acarretam a saída de capitais. Chang e Grabel (2004) assinalam que isso tem tornado várias economias reféns das regras financeiras, além de reduzir significativamente suas autonomias. O agravante ocorre em momentos de recessão ou baixa atividade produtiva, quando políticas expansionistas poderiam revitalizar uma demanda fraca, mas que acabam sendo barradas pelas avaliações dos mercados externos. Consequentemente tem sido comum observar, concomitantemente às crises econômicas, políticas econômicas contracionistas.

Essas políticas contracionistas, ao mesmo tempo em que prejudicam a recuperação econômica do país, agravam o desemprego (Chang e Grabel, 2004). As reformas que se iniciaram desde os anos 70 fizeram com que o trabalhador tivesse uma redução na proteção social que antes desfrutava. O Estado, tentando reduzir os gastos públicos, encontrou na esfera do mercado de trabalho um lugar em que poderia lograr esse objetivo. O rendimento econômico dessa classe ficou mais instável e sensível ao ciclo econômico.

Outro traço de regimes financeirizados é o comportamento rentista, apontado por Aitken (2013). Os agentes econômicos ao perceberem a maior lucratividade de ativos financeiros e o declínio de rendimento do setor produtivo passariam a atuar em atividades relacionadas aos ganhos pelos juros e pela valorização do capital financeiro. Minsky (1986) denota que devido à maior incerteza pairando sobre a economia em regimes desse tipo, os investimentos financeiros foram uma alternativa para os agentes canalizarem os seus capitais, uma vez que esse tipo de investimento conduziria a lucros de curto prazo e, portanto, se afastaria das incertezas de longo prazo da economia. Por

fim, Palley (2007) afirma que uma das consequências dessa prática seria a redução do crescimento de longo prazo.

De acordo com Lazonick (2012), a queda de desempenho econômico de longo prazo impactou negativamente no mercado de trabalho. Os empregos têm diminuído em regimes financeirizados na medida em que o ajuste das empresas para se adequarem às normas do mercado financeiro exige o corte de custos trabalhistas. Esse corte vai ao encontro da inflexão no comportamento das empresas que, ao passarem a visar os ganhos financeiros, fazem com que tanto o investimento produtivo quanto a geração de empregos percam importância.

As famílias passaram a apresentar elevadas dívidas junto ao sistema financeiro. Conforme os serviços prestados pelo Estado recuavam e a democratização das finanças se espalhava, os consumidores encontraram no mercado financeiro a solução para a iminente perda de padrão de vida (Lucarelli, 2012; Krippner, 2005; Lapavistas, 2009). O aumento do endividamento representou o agravamento da fragilidade dos trabalhadores, pois juntamente com a flexibilização do mercado de trabalho e, portanto, o maior risco do desemprego, e a perda de benefícios sociais, a manutenção de dívidas poderia se tornar uma tarefa de difícil realização caso o desemprego atingisse essa classe, como de fato se observou na crise de 2007 (Dymski, 2009).

Destarte, o processo de financeirização pode ser relacionado com a precariedade do emprego. Deparados com a redução dos seus direitos trabalhistas e auxílios sociais fornecidos pelo Estado, os trabalhadores buscaram o setor financeiro como alternativa para manter os seus padrões de vida. Essa tentativa representou não somente o endividamento dessa classe, como também o aumento da subordinação e enfraquecimento em relação ao capital. Além disso, os seus salários vêm sendo erodidos desde as reformas da década de 1970 e a flexibilização e precarização do mercado de trabalho. Portanto, se de um lado as políticas econômicas acarretaram a queda salarial

dos trabalhadores e o aumento da precariedade dos seus empregos, de outro a financeirização extrai a renda desses agentes.

Desse modo, pode-se afirmar que a financeirização se mostra perniciosa para os trabalhadores, afetando os salários e os empregos. Um importante elo do impacto da financeirização sobre o mercado de trabalho é explorado na próxima seção, que analisa o MSV.

1.4 O *Maximizing Shareholder Value* e o Mercado de Trabalho

Antes de explicar o termo MSV, uma breve explicação do funcionamento das empresas não-financeiras previamente à adoção dessa estratégia de gestão corporativa é realizada, com o intuito de entender a ruptura que ocorre no padrão de gerenciamento dessas firmas a partir do final dos anos 60.

Chandler (1994) aponta que, até os anos de 1850, a maioria das empresas eram geridas por seus próprios proprietários; entretanto, conforme o surgimento de novas tecnologias (de transporte e de comunicação), o funcionamento dessas firmas se transformou: habilidades de administração se tornaram mais complexas, níveis de hierarquia foram construídos para melhor gerir a instituição e os gerentes tinham de possuir variadas técnicas e tomar inúmeras decisões operacionais. Isso acarretou a separação do proprietário do gestor, no qual o último detinha pouco ou nenhum capital na empresa, além de afastar os acionistas do processo decisório.

Por volta de 1880 já ficava claro a estratégia dessas corporações para conseguirem sobreviver no mercado, que em termos sucintos pode ser entendida por medidas concernentes ao longo prazo, relacionadas ao investimento, produção e emprego. Os gerentes dessas firmas tinham o interesse na manutenção da empresa no longo prazo, uma vez que suas carreiras eram atreladas ao desenvolvimento dela. A empresa, com isso, não limitava suas decisões ao horizonte temporal de curto prazo. Todavia, Chandler (1977) observa que embora não fossem de grande importância na época,

razões financeiras começaram a despontar como um dos fatores que moldavam as estratégias dessas firmas nos anos de 1930.

As instituições financeiras, que foram alicerces para a ascensão de muitas empresas não-financeiras no século XIX, se limitavam apenas a financiar o processo de formação dessas firmas, deixando decisões operacionais unicamente para os gerentes (Chandler, 1994). Consequentemente, os gerentes contavam com autonomia relativamente absoluta na condução da empresa nesses anos. O lucro retido ajuda a entender essa situação, dado que ele era o suficiente para suprir as necessidades de financiamento dessas instituições em diversas ocasiões.

De acordo com Stockhammer (2004), a reduzida influência das finanças sobre essas empresas também pode ser entendida pelas restrições que Estados impunham sobre a intervenção do sistema financeiro nas firmas. Crotty (2003) reforça essa argumentação, ao afirmar que a maioria das firmas era vista como ativos de retorno demorado, um investimento que só geraria ganhos no longo prazo. Portanto, o capital era paciente no tocante a essas empresas.

Porém, razões financeiras já começavam a guiar o processo decisório das firmas (Chandler, 1994). Mesmo no período de forte expansão do produto no século XX, que ocorreu entre os anos de 1950 a 1970 e ficou conhecido como *Golden Age*, Stockhammer (2004) chama a atenção para o fato de que as finanças ganhavam força, mas foram restringidas por ações governamentais sob o pilar da regulação financeira vigente.

O contexto dos anos de 1970 e 1980 alterou o funcionamento das empresas. De acordo com Lazonick e O'Sullivan (2000), conforme essas instituições deparavam-se com o aumento da competição externa e a posterior redução da lucratividade, a prática de *maximizing shareholder value* surgiu para tentar contornar esse quadro. O MSV foi visto como um mecanismo eficiente para fortalecer o desempenho das empresas. Amparado pela teoria do agente-principal, na qual o agente era o gerente da corporação e o principal os acionistas, procurou-se aliar os objetivos desses dois agentes (Lazonick, 2012).

Esperava-se que a ênfase nos acionistas acarretasse maior rendimento para as empresas, uma vez que, com as reformas empreendidas desde os anos 70, a proeminência dos mercados financeiros abriu novos canais de financiamento que poderiam ser convertidos em aumento da produção pelas firmas. Além disso, a liberalização financeira também permitiu o surgimento de fontes pelas quais investimentos financeiros poderiam ocorrer e gerar lucros financeiros (Lazonick e O'Sullivan, 2000). Esse ambiente poderia auxiliar as empresas a superarem a fase de reduzido lucro.

A despeito de críticas sobre a teoria do agente-principal, na qual os trabalhadores e os contribuintes, da mesma forma que os acionistas, também incorriam em riscos em relação ao funcionamento das empresas e que, portanto, deveriam ser levados em consideração pelos *managers* na formulação das políticas gerenciais da empresa (Lazonick, 2012), essa teoria se estabeleceu e guiou o comportamento das empresas não-financeiras.

Com isso, como observa Chandler (1994), instituições financeiras passaram a especular através do financiamento de fusões e aquisições e disponibilizavam empréstimos monetários para agentes físicos comprarem ações. As empresas não-financeiras, que antes realizavam compras de outras firmas com o intuito de incrementar a produção, agora realizavam essa prática visando o aumento do valor acionário; concomitantemente, as famílias conseguiam capital para participarem dessa nova fonte de ganhos financeiros.

Conforme o setor financeiro percebia a maior participação de empresas e indivíduos, o setor real foi deixado de lado, principalmente no tocante às corporações. A geração de empregos passa a receber menor foco pelos gerentes, uma vez que os investimentos produtivos estavam sendo preteridos por investimentos financeiros (Lapavitsas, 2009). Portanto, os trabalhadores se depararam com a desaceleração na criação de postos de trabalho ao mesmo tempo em que o Estado reduzia o seu papel social protegendo as famílias.

Nesse contexto, fundos de pensão e fundos mútuos ganham proeminência no controle das empresas ao possuírem majoritário número de ações (Plihon, 1995). Chandler (1994) conclui que esses investidores institucionais deram

origem aos gestores de portfólio, que visavam o aumento tanto do lucro no curto prazo quanto da distribuição de dividendos e, por contarem com a maior parte das ações, exerciam o controle sobre as empresas.

Essa descrição segue a teoria do agente-principal. Os gerentes ao fornecerem maior pagamento de dividendos e valorização das ações recebiam maior influxo de capital. O foco no lucro de curto prazo ocorre devido ao intuito de maximizar o valor dos acionistas, e assim legitimar as expectativas do mercado. Cada vez mais políticas visando o horizonte temporal de longo prazo perdiam espaço, o que impactava na capacidade dessas firmas de realizarem inovações e voltarem a ser competitivas no setor real (Lazonick, 2012; Stockhammer, 2004). Ademais, a geração de empregos de maior complexidade e, por conseguinte, maior remuneração, era prejudicada. Novamente é o mercado de trabalho sendo impactado negativamente pelo MSV.

Conforme foram se tornando mais financeirizadas e a lucratividade do setor real se mostrava baixa, essas firmas passaram a adquirir ativos financeiros. A própria exigência de lucratividade alta e em curto período de tempo pelos acionistas ajudou na concretização desse quadro. É o que Chandler (1994) denomina de *market for corporate control*, onde mercados passam a controlar e a direcionar o rumo das empresas.

Dore (2008) aponta que nos mercados financeiros o poder dos acionistas cresce e passa a influenciar nas decisões dos gerentes. O quadro de diretores proporciona a defesa dos interesses desses investidores e reduz paulatinamente a autonomia administrativa dos *managers*. Portanto, a prioridade na gestão habilita práticas de curto prazo que possam gerar alto lucro com baixo risco e redução de custos. Consequentemente, o planejamento de longo prazo perde espaço.

Analogamente com o que foi dissertado sobre os Estados em regimes financeirizados, no qual essas instâncias perdiam autonomia frente ao intuito de obter credibilidade externa, as empresas não-financeiras passam a funcionar de acordo com as expectativas dos mercados financeiros. Práticas

que sejam avaliadas como prejudiciais para a lucratividade dos agentes financeiros fazem com que a firma perca valor acionário e, conseqüentemente, financiamento. Deste modo, ainda que políticas de aumento de emprego sejam traçadas, caso o mercado financeiro reaja de forma desfavorável, a empresa terá de alterar sua diretriz em prol do rápido ganho financeiro e na sua distribuição para os acionistas (Lazonick, 2012).

Lazonick (2011) retrata que a redução dos custos encontra no emprego uma fonte para o aumento do lucro no curto prazo. Reduções salariais e de empregos acompanham o MSV. Esse quadro é o contraste da situação observada durante o Fordismo e comentada por Chandler (1994) e Lazonick e O'Sullivan (2000), na qual os empregos eram caracterizados por serem estáveis e os trabalhadores obtinham ganhos provenientes do crescimento econômico da empresa, além do desenvolvimento de relações de longo prazo entre empregados e empregadores.

Juntamente com as políticas de redução do *Welfare State* que acarretaram a flexibilização do mercado de trabalho, a redução de gastos sociais e o aumento da precariedade dos empregos, a guinada das empresas não-financeiras em reduzir os custos trabalhistas agrava ainda mais a situação da classe trabalhista. O mercado de trabalho tem sido impactado por essa reversão tanto pelas políticas econômicas quanto pelo comportamento dessas empresas. O resultado, conforme os trabalhos de González e Sala (2013), Crotty (2003) e Lazonick e O'Sullivan (2000) apontam, é o aumento do desemprego. A maior fragilidade dos trabalhadores é a contrapartida do aprofundamento da busca de mais-valia pelos capitalistas.

Lazonick (2012) afirma que três processos têm auxiliado na perda de postos de trabalho. O primeiro é o *rationalization* das firmas, no qual, amparadas pela estratégia MSV, passaram a cortar os gastos empregatícios para poderem se adequar às expectativas do mercado de trabalho. O segundo é a *marketization*, por meio do qual os trabalhadores não mais realizam suas carreiras somente em uma única empresa. E o último é a *globalization*, que permitiu o surgimento de novos mercados para as multinacionais. O primeiro e terceiro fatores se

relacionam na medida em que a globalização, ao abrir novos mercados, permitiu que novos territórios com mão de obra mais barata fossem explorados. Deste modo, as empresas deslocaram empregos do país de origem para os novos territórios a serem explorados (principalmente países em desenvolvimento). Um corolário dessa dinâmica é a *marketization*, a desvinculação de antigos trabalhadores de suas empresas, tendo que procurarem outras firmas, ao mesmo tempo enfrentando a concorrência da mão de obra externa.

A situação para os trabalhadores que conseguiram permanecer empregados tampouco melhorou em comparação com suas contrapartes que perderam o emprego (Lucarelli, 2012). O temor da perda do emprego juntamente com a redução de benefícios sociais faz com que esses trabalhadores se sintam inseguros. Aumento de horas trabalhadas é outro fator que tem sido observado (Boyer, 2000).

Boyer (2000) afirma que durante o Fordismo a relação entre os trabalhadores e empregadores foi caracterizada pelo maior equilíbrio entre essas classes, no qual os ganhos de produtividade das empresas eram repassados para os seus empregados de forma mais igualitária. Todavia, sob o MSV, os trabalhadores não mais têm recebido significativos aumentos salariais, ainda que a produtividade destes aumente (Lucarelli, 2012). Aumenta-se a extração de mais-valia da classe trabalhista, impulsionada pela intensificação na exploração dos trabalhadores.

A respeito da remuneração dos gerentes, Stockhammer (2004) afirma que a alteração na estrutura de pagamento, que passou a contar com opções de compra de ações da própria empresa e bônus, aumentou os ganhos monetários desses cargos. Entretanto, o importante é notar que a remuneração desses cargos ficou correlacionada com o desempenho das ações das empresas geridas, isto é, caso as ações se valorizassem, os ganhos do gerente aumentariam da mesma forma. Isso gerou a convergência de interesses na valorização das ações tanto para acionistas quanto para os

gerentes. Ademais, Crotty (2003) observa que o risco da tomada hostil (*takeover*) foi outro fator que auxiliou nessa união de interesses.

A maior remuneração dos gerentes se coloca em contraste com a perda de remuneração dos trabalhadores dessas firmas. Deste modo, além da maior fragilidade financeira que o MSV causa para os assalariados, essa prática incrementa a desigualdade de renda (Lazonick, 2012). O hiato entre o salário do gerente com os trabalhadores tende a crescer conforme o MSV vai se tornando enraizado na economia, uma vez que a disseminação dessa estratégia representa a continuação das práticas que acarretam essa disparidade.

Para atender aos interesses dos acionistas, as empresas distribuem maiores volumes de dividendos e aumentam as recompras de ações (Crotty, 2003). Com isso o lucro retido se reduziu, novamente em forte contraste com os períodos narrados por Chandler (1994) de 1880 a 1940 e por Stockhammer (2004) de 1950 a 1970. Lucros que antes eram reinvestidos para a expansão da produção da firma agora são distribuídos no mercado financeiro. Lazonick e O'Sullivan (2000) afirmam que antes as empresas utilizavam da estratégia de reter e investir para prosperarem, enquanto sob a tutela do MSV passaram a agir de forma a reduzir e distribuir.

De acordo com González e Sala (2013) e Palley (2007), a redução do lucro retido fez com que essas empresas recorressem ao endividamento para efetuar suas atividades. A tomada de empréstimos nos mercados externos faz com que essas firmas fiquem mais dependentes e voltem suas atividades para se adequar aos anseios dos agentes financeiros, qual seja, rápida lucratividade em curto período de tempo.

Portanto, a queda do lucro retido é relacionada com a redução dos investimentos produtivos e com o crescente endividamento. Conforme essas empresas invistam no mercado financeiro e/ou incrementem a remuneração dos acionistas, os seus fundos para autofinanciamento são prejudicados, comprometendo a capacidade produtiva das firmas. Além disso, como já analisado nessa seção, o emprego também sofre os efeitos dessa prática.

Essa exigência de maior lucratividade é dissertada por Crotty (2003) sob a denominação de paradoxo neoliberal. De um lado o mercado financeiro exige altos lucros em um curto intervalo de tempo e de outro lado o mercado de bens e serviços se mostra muito competitivo e, portanto, com baixa lucratividade. As empresas se veem pressionadas, tendo de recorrer a maiores riscos financeiros para conseguirem se adequar a essas obrigações.

Deste modo, o MSV é uma estratégia que impacta negativamente no mercado de trabalho, aumentando a desigualdade de renda, a fragilidade do emprego e o desemprego. A taxa de desemprego tende a aumentar conforme as empresas não-financeiras prezem pelo aumento do lucro financeiro em detrimento da produção no setor real. A maneira de se obter esse lucro, que ocorre principalmente pela redução de salários reais e do investimento produtivo, deixa o mercado de trabalho vulnerável aos interesses do mercado financeiro.

1.5 Conclusão

Esse capítulo dissertou sobre como as finanças ganharam maior relevância a partir dos anos 70. Após a Segunda Guerra Mundial diversas economias apresentaram vigoroso crescimento do produto, juntamente com uma maior participação do Estado na economia. Todavia, essa Era de Ouro do capitalismo se defrontou com uma conjuntura de choques econômicos nos anos 70 e 80, culminando na desaceleração econômica, endividamento e crescente inflação nos países.

A liberalização financeira foi uma resposta para essa conjuntura, permitindo a continuidade da acumulação de capital, mas não pelo setor produtivo e sim pelo setor financeiro. A princípio, o quadro de deterioração econômica foi revertido; economias que precisavam de financiamento para voltar a crescer poderiam obtê-lo de fontes externas, ou seja, a liquidez internacional aumentou; o endividamento poderia ser afrouxado via empréstimos a taxas de juros menores; e a inflação foi cedendo conforme outras reformas econômicas foram empreendidas, como a flexibilização do mercado de trabalho.

Os riscos da liberalização financeira não tardaram em aparecer, podendo ser entendidos pelas crises financeiras que irromperam após essa reforma. Consequentemente, como afirmou Minsky (1986), o capitalismo se tornou mais instável tanto econômico quanto financeiramente. A crescente influência das finanças no funcionamento do capitalismo foi denominada de financeirização. Processo que comporta outras ramificações, como o *maximizing shareholder value*, foco dessa dissertação.

A estratégia de MSV tem causado impactos negativos sobre o setor produtivo dos países que adotaram essa governança corporativa, em particular, sobre o mercado de trabalho. É nesse ponto que os capítulos 2 e 3 trabalham; irão investigar se 79 empresas não-financeiras de capital aberto que operaram no Brasil entre 1997 a 2013 utilizaram a estratégia de MSV e, a partir disso, qual o impacto dessa estratégia sobre o mercado de trabalho. Esse capítulo forneceu o arcabouço teórico que embasará as investigações e conclusões do restante dessa dissertação.

CAPÍTULO 2: EMPRESAS NÃO-FINANCEIRAS E O MAXIMIZING SHAREHOLDER VALUE

Esse capítulo investiga práticas de *maximizing shareholder value* das empresas não-financeiras da Bovespa. Dados de uma amostra de 79 empresas não-financeiras são utilizados para averiguar o comportamento de MSV por parte dessas firmas e, a partir disso, denotar as particularidades do processo de financeirização pelo qual elas passam. Ademais, contrasta-se o resultado encontrado com alguns indicadores do mercado de trabalho. O capítulo, com isso, é dividido em cinco seções, além dessa breve introdução. A seção 2.1 descreve o ambiente econômico brasileiro dos anos 70 até contemporaneamente, relacionando o desempenho das empresas com o comportamento do mercado de trabalho; a seção 2.2 analisa as 79 empresas procurando entender sua dinâmica de funcionamento; a seção 2.3 realiza comparações internacionais com alguns resultados obtidos na seção 2.2; a seção 2.4 mostra alguns indicadores do mercado de trabalho que, em resumo, exibirão uma evolução favorável na criação e renda de empregos; por fim, a seção 2.5 conclui o capítulo.

2.1 O Alastramento das Finanças no Brasil e o seu Impacto nas Empresas e no Emprego

O primeiro capítulo descreveu os desdobramentos que os choques da década de 1970 causaram sobre a economia mundial. Agora essa seção analisa o impacto desses choques sobre a economia brasileira, explicando a influência que tiveram sobre o sistema financeiro doméstico. Consequências desses choques sobre o comportamento das empresas também são analisadas, relacionando o desempenho dessas firmas com o mercado de trabalho.

O impacto dos choques do petróleo e a alta da taxa de juros norte-americana no Brasil foi semelhante com o retratado internacionalmente. O país sofreu com a escassez de dólares em virtude dos *déficits* comerciais, e a inflação que

já se apresentava em elevado patamar ganhou força com o aumento dos preços do petróleo (Belluzo e Almeida, 2002; Bruno et al, 2009). Por fim, Hermann (2011) assinala que a política monetária restritiva dos EUA prejudicou a capacidade do Brasil de honrar sua dívida externa.

Conforme o governo aumentou o endividamento público, a prática do rentismo foi impulsionada. Esse processo permitiu que os credores possuíssem maior influência na formulação de políticas econômicas do Estado, uma vez que eram eles quem realizavam o financiamento da dívida, por isso, não somente o rentismo cresceu nesse período, como também o setor privado aumentou a sua interferência na formulação das políticas econômicas (Belluzo e Almeida, 2002). Ambas as características ilustram a ascensão das finanças na economia brasileira, o que fez com que alguns autores, como é o caso de Miranda (2013) e Bruno et al (2009), denotassem que o Brasil passava por um processo de financeirização.

O crescente endividamento público, a alta inflação e a perda de moeda externa contribuíram para que o país sofresse uma forte recessão no período de 1981 a 1983. De acordo com Médici (1984), as empresas privadas se defrontaram com o aumento tanto do custo financeiro (em decorrência do aumento dos juros externos) quanto do custo operacional (em consequência do aumento do preço do petróleo), o que exigiu medidas de contenção de gastos, em particular, cortes dos empregados. Com isso, o aumento da taxa de desemprego foi mais uma marca desse período, juntamente com a piora do rendimento salarial em geral.

A alta inflação corroía os ganhos salariais da massa trabalhista, principalmente dos trabalhadores da classe de renda baixa, o que agravava a distribuição de renda do país. Dada a dificuldade de arranjar emprego em um ambiente recessivo, a informalidade aumentou (Médici, 1984).

A estratégia das firmas nesse contexto se baseou em obter ganhos através do uso de *mark ups*, algo corriqueiramente utilizado por empresas em uma economia oligopolizada, como era o caso do Brasil (Studart, 1995). De acordo

com o autor, de 1947 a 1983 as firmas usaram esse instrumento para poder superar a fase de fragilidade financeira.

Embora o país tenha apresentado uma melhora econômica nos anos de 1984 e 1985, a inflação e o endividamento eram empecilhos para o prosseguimento do crescimento econômico, o que foi confirmado pelo restante da década, com o fraco crescimento do PIB. Entretanto, o mesmo não se pode dizer sobre as empresas privadas; estas entidades, segundo Belluzo e Almeida (2002), deparadas com o ambiente instável economicamente, procuraram reduzir suas fragilidades financeiras, o que ocorreu por meio da redução do endividamento e o uso de *mark ups*, seguindo a estratégia que Studart (1995) apontou durante o período de 1947 a 1983.

De acordo com Belluzo e Almeida (2002), o aumento da taxa de juros interna e a redução do prazo dos títulos públicos fizeram com que essas firmas transferissem considerável parte de seu capital para a posse de ativos do Estado, resultando no aumento de aplicações financeiras no setor público. Concomitantemente, tanto o lucro operacional quanto o lucro financeiro aumentaram, o que pode ser explicado pelos *mark ups*, no primeiro caso, e pelas aplicações financeiras, no segundo caso.

Deste modo, as empresas privadas saíram fortalecidas em meio a uma conjuntura recessiva, se aproveitando dos títulos públicos para auferirem ganhos financeiros e de uma estrutura oligopolizada para aumentarem a margem dos preços e obterem lucros. Porém, conforme denota Belluzo e Almeida (2002), o setor real não recebeu investimentos para aumentar a produção, sendo refletido pela estagnação da rubrica imobilizado no balancete dessas firmas.

Esse fato não deixaria de causar consequências no mercado de trabalho, como de fato se observou. Arandia (1991) assinala que, em toda a década de 1980, quatro fatos puderam ser vistos no mercado de trabalho: aumento do desemprego, queda do rendimento real médio, aumento da desigualdade de renda e crescimento da informalidade.

Com breves exceções, como é o caso do ano de 1985, que representou uma temporária recuperação econômica, com a criação de dois milhões de postos de trabalho, e o Plano Cruzado de 1986, que aumentou o poder de compra da população, no restante dos anos a situação do trabalhador se agravou (Arandia, 1991). Os vários planos de estabilização aumentaram a incerteza da economia, afastando os investimentos e, portanto, reduzindo a produção, o que poderia auxiliar na criação de novos empregos.

Destarte, pode-se observar uma relação entre o comportamento das empresas privadas e o mercado de trabalho, pois conforme essas instituições passaram a investir em títulos públicos e a reduzirem o seu endividamento, isso reduziu a importância das atividades produtivas. O desemprego cresceu ao mesmo tempo em que a renda das famílias mais pobres era erodida pelo processo inflacionário, impactando na desigualdade de renda.

A recessão com alta inflação foi um traço visto não somente no Brasil, mas internacionalmente também. Como dito no capítulo anterior, esse quadro motivou a realização de reformas para retirar as economias dessa situação. Essas reformas, de um modo geral, podem ser entendidas pelo intuito de conceder maior liberdade para os agentes econômicos agirem e a redução da interferência do governo sobre a economia. É a crença na força do mercado como mecanismo que pode gerar prosperidade econômica. Cabe enfatizar ainda que essas reformas ocorreram em sua maioria ao longo dos anos 70 e 80 nos países desenvolvidos e desde os anos 90 vêm sendo estabelecidas nas nações em desenvolvimento, sendo esse o caso brasileiro. Essas reformas, principalmente a abertura dos mercados financeiros, abriram o caminho para uma maior participação das finanças no modo de produção capitalista.

Dado o objetivo dessa seção, somente as reformas que a economia brasileira empreendeu serão citadas. Segundo Garagorry (2007), as principais reformas foram as seguintes: privatização de estatais, abertura comercial e financeira e reforma tributária. Essas medidas representaram o afastamento do governo da esfera econômica, bem como ocorreu com outros Estados nacionais durante os anos 70 e 80.

Essas políticas visavam combater o endividamento público, aumentar a competitividade e incentivar o crescimento econômico. O problema inflacionário, todavia, viria a ser resolvido somente com o Plano Real em 1994.

O Plano Real foi o plano de estabilização monetária que obteve êxito em controlar a inflação e reduzi-la para baixos patamares, encerrando anos de convívio com preços crescentes. Entretanto, esse plano também trouxe consequências negativas para a economia brasileira. Consequências que são vistas até os dias de hoje e são, corriqueiramente, apontadas como a causa de desequilíbrios econômicos (Bruno, 2011).

De acordo com Belluzo e Almeida (2002), o Plano Real se baseou nas seguintes medidas: alto patamar para a taxa de juros, câmbio sobrevalorizado, crescente endividamento interno e externo e liquidez internacional.

A taxa de juros elevada servia para atrair capital externo e financiar os crescentes *déficits* correntes que a economia sofria, bem como para arrefecer a demanda agregada e evitar o aumento da inflação após a sua queda. Esses *déficits* se aprofundaram em decorrência da sobrevalorização cambial, que servia para segurar os preços, pois estimulava o ingresso de importações que, por sua vez, incrementava a concorrência doméstica. Em decorrência disso, o Brasil agravou o seu endividamento interno e externo. A liquidez internacional passou a ser uma variável fundamental para o êxito do plano, uma vez que os capitais externos financiavam os crescentes *déficits* correntes.

Deste modo, de acordo com Contri (2014), Paulani (2013) e Mollo (2011), essa dinâmica comprometeu tanto o crescimento econômico quanto a geração de empregos. Além disso, tornou o país mais dependente externamente e frágil financeiramente: conforme o ambiente externo se deteriorava e a entrada de capital no país arrefecia, o Brasil incorria em problemas, ainda que aumentasse o patamar da taxa de juros para atrair capitais. O crescimento econômico brasileiro passou a ser mais dependente da liquidez externa, corroborando, como ocorreu em outros ciclos de crescimento, o argumento de Resende (2005), no qual para a economia crescer, deve necessariamente existir liquidez externa.

No tocante à financeirização, Paulani (2013) interpreta as reformas econômicas dos anos 90 e o Plano Real como fatores que impulsionaram a proeminência das finanças na economia brasileira, aprofundando a dependência do país em relação ao capital financeiro e às nações desenvolvidas. Segundo a autora, essas medidas abriram caminho para que o processo de financeirização se solidificasse no Brasil.

O ambiente recessivo no início dessa década (muito em virtude do fracasso do Plano Collor), as reformas econômicas e o Plano Real, foram eventos que fizeram com que as empresas privadas se ajustassem para poder continuar operando no mercado brasileiro. Zonenschain (1998) denota que no ano de 1989 e entre os anos de 1993 a 1996 as empresas de capital aberto se utilizaram precipuamente do lucro retido para se autofinanciarem.

Esse comportamento vai ao encontro da estratégia de autofinanciamento historicamente usada pelas empresas privadas do país (Madeira, 2013). Zonenschain (1998) afirma que o uso disseminado do autofinanciamento pode ocorrer devido ao fato das empresas domésticas serem em sua maioria de tamanho pequeno e médio, o que inviabiliza a realização de grandes operações e, portanto, reduz a necessidade de tomar fundos emprestados.

Entre os anos de 1990 a 1992 as empresas de capital aberto não utilizaram o lucro retido como principal forma de financiamento. Madeira (2013) fornece uma explicação para esse quadro, ao afirmar que em períodos de crise econômica o lucro retido perde importância, dando lugar para o endividamento, principalmente com empréstimos advindos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

Sobre o mercado de trabalho, Ramos e Britto (2004) afirmam que o período inicial da década de 1990, caracterizado por forte recessão econômica, atingiu a criação de vagas, culminando no aumento da taxa de desemprego e da informalidade. Analogamente à década de 1980 quando os salários reais perderam poder de compra em virtude da inflação, o mesmo traço foi visto nos anos 90.

O Plano Real interrompe essa tendência de deterioração do mercado de trabalho. A estabilização monetária acarretada pelo plano permitiu o aumento do salário real e a queda do desemprego. Essa melhora nos indicadores pode ser atribuída à redução das incertezas que faziam parte da economia brasileira desde o processo inflacionário iniciado no final dos anos 70. A alta inflação prejudicava o horizonte de planejamento de investimentos pelas empresas, além de distorcer a tomada de decisões de cunho microeconômico pelos consumidores.

Ainda na década de 1990, o Brasil sofre uma crise cambial em 1999, que o faz abandonar o regime cambial vigente, implementando o câmbio flutuante. Poucos anos depois, em 2002, outra crise cambial atinge a economia, significando a desvalorização de sua moeda, assim como ocorreu em 1999 (Júnior, 2007). No tocante às empresas, esses movimentos implicaram no ajustamento dessas instituições.

Júnior (2007) aponta que de 1996 a 2004 as empresas não-financeiras aumentaram o uso de derivativos cambiais, muito em virtude da busca de maior proteção devido ao risco de desvalorização cambial e ao agravamento das dívidas em moeda externa. Mas o autor observa que empresas exportadoras e empresas que possuíam filiais em outros países não usaram em magnitude elevada os derivativos cambiais. A conclusão é de que a receita em moeda externa é vista pelas empresas como um fator que ameniza o risco de desvalorizações cambiais abruptas e que, portanto, o uso de derivativos é limitado por essas instituições.

O efeito da primeira desvalorização do real, a referente ao ano de 1999, é retratada por Ramos e Britto (2004). Esse movimento cambial representou a queda do salário real dos trabalhadores e deflagrou o aumento da taxa de desemprego, uma vez que a abrupta desvalorização aumentou as incertezas das empresas sobre outras variáveis macroeconômicas, como a taxa de inflação, prejudicando a realização de novos investimentos. A taxa de desemprego atingiu valores próximos aos do ano de 1981, quando o país entrou em forte crise econômica.

Deste modo, um resumo dos anos de 1991 a 2002 em relação ao mercado de trabalho pode ser visto em Ramos e Britto (2004). De uma forma geral, a taxa de desemprego apresentou tendência crescente em todo o período, com algumas exceções, como foi o caso do Plano Real. A informalidade também recrudesceu, apresentando um leve recuo somente a partir do ano de 2000. Os autores explicam que o câmbio sobrevalorizado incentivou a importação de insumos que acarretaram a redução do emprego, pois as novas máquinas e equipamentos não necessitavam de abundante mão de obra para sua operacionalização. Baltar (2015) afirma que as reformas econômicas do início da década estreitaram o mercado de trabalho, uma vez que as empresas tiveram de cortar custos; sendo ainda que muitas outras empresas entraram em falência em virtude do novo ambiente econômico, significando, portanto, redução de vagas trabalhistas.

O período a partir do ano de 2004 representa uma inflexão na trajetória da economia brasileira em termos de crescimento. Os preços das *commodities* nos mercados internacionais crescem com o aumento da demanda por parte de países emergentes, como a China e a Índia, e a liquidez externa é abundante (Giambiagi, 2011). O Brasil se aproveita desse ambiente econômico e apresenta forte crescimento do PIB. Mesmo a crise financeira que irrompeu nos EUA em 2007, e o seu efeito contágio em 2009 atingindo a economia brasileira, não inverteu a tendência do crescimento do produto, pois logo após a redução do PIB em 2009, em 2010 ele cresceu 7,5% (Baltar, 2015).

Sant'Anna (2009) assinala que no período de 2004 a 2007 as empresas não-financeiras do Brasil aumentaram o financiamento através de debêntures e pela emissão de ações. Essas instituições também se aproveitaram do contexto internacional de ampla liquidez. Todavia, o autor faz ressalvas; a primeira é de que o financiamento por meio de debêntures é restrito a poucas empresas. A segunda é que a emissão de ações é limitada a um grupo de empresas que operam em poucos setores da economia.

Essas observações corroboram a assertiva de que o mercado acionário brasileiro é pouco desenvolvido (Bruno et al, 2009). A maior parte das

operações desse mercado se destina à reestruturação de dívidas, fusões e aquisições e capital de giro (Sant'Anna, 2009), não servindo como fonte de financiamento para projetos de longo prazo; cabendo essa tarefa aos bancos públicos, notadamente ao BNDES (Couto, 2012; Nyko, 2011).

Miranda (2013) observa que entre o período de 1995 a 2008 as empresas não-financeiras de capital aberto operando no território brasileiro usaram primordialmente do lucro retido como fonte de financiamento, seguindo a tendência histórica de financiamento por essas corporações (Madeira, 2013). Em momentos de incerteza econômica, o *mark up* foi usado para amenizar o quadro adverso, em outra analogia com o comportamento dessas empresas nas décadas passadas, por exemplo, entre 1947 a 1983, quando Studart (1995) apontou que as empresas privadas também fizeram uso do *mark up* para mitigar a fragilidade financeira.

Ao ampliar o período de análise para os anos de 1995 a 2012, Miranda (2013) chega à conclusão de que a prática de *maximizing shareholder value* fez parte da estratégia das empresas na economia brasileira. Segundo o autor, o deslocamento do capital para aumentar a distribuição de dividendos, bem como a busca de lucro no curto prazo, seriam fatores que corroborariam sua tese. Ademais, a redução do investimento dessas firmas, juntamente com o aumento da liquidez delas, eram mais evidências de comportamento MSV.

Em relação ao mercado de trabalho, os anos posteriores à 2004 mostraram um desempenho contrário ao retratado em toda essa dissertação. No período de 2004 a 2008, de acordo com Baltar (2015), a informalidade se reduziu, o emprego formal cresceu e os salários reais médios aumentaram. Fatores como o *boom* das *commodities*, liquidez internacional e crescimento econômico contribuíram para gerar esse quadro.

Outra característica que foge da tendência histórica apresentada pelo país foi o crescente aumento do salário mínimo (Baltar, 2015). Esse fator contribuiu não somente para aumentar a remuneração dos trabalhadores, mas também para reduzir a desigualdade de renda.

Mesmo com o efeito da crise financeira sobre o Brasil em 2009 e a perda de dinamismo da atividade econômica em 2011 e 2012, o mercado de trabalho não se deteriorou (Baltar, 2015). A taxa de desemprego tem caído gradativamente desde o ano de 2004. A política econômica do governo tem sido empregada para preservar o mercado de trabalho, a despeito da piora de alguns indicadores econômicos do Brasil (Baltar, 2015).

Tendo analisado o mercado de trabalho e o comportamento das empresas desde o final dos anos 70, pode-se afirmar que há uma correlação entre o mercado de trabalho e o desempenho das empresas. Conforme estas reduzam a produção e os investimentos produtivos, o impacto dessas medidas é refletido sobre os trabalhadores, como foi visto durante a década de 1980, com a estratégia de reduzir a exposição ao risco financeiro por parte dessas empresas, causando a redução dos investimentos, o que ajudou a agravar o desemprego. Por outro lado, se ao longo dos anos essa relação pôde ser notada, ela não se encaixa com o comportamento do mercado de trabalho e das empresas não-financeiras desde o ano de 2004. Baltar (2015) assinala que os fundamentos do mercado de trabalho têm melhorado desde esse ano, enquanto Miranda (2013) denota que as empresas não-financeiras utilizaram a estratégia de MSV, o que, teoricamente, implicaria na deterioração de indicadores do mercado de trabalho.

Em suma, se do ano de 1980 até 2003 o mercado de trabalho não apresentou uma melhora significativa, essa situação se alterou desde 2004. Por outro lado, o comportamento das empresas, embora exiba algumas similaridades com a sua *performance* nas décadas anteriores, como o financiamento precipuamente realizado pelo lucro retido e o uso do *mark up* em momentos econômicos adversos, autores como Júnior (2007), Sant'Anna (2009) e Miranda (2013) denotaram que essas firmas têm aumentado a sua participação no mercado financeiro, ainda que com algumas ressalvas. Em particular, Miranda (2013) conclui que a estratégia de MSV foi seguida por essas empresas. Com isso, a próxima seção realiza uma análise com 79 empresas não-financeiras de capital aberto para compreender o comportamento dessas firmas na economia brasileira.

2.2 Análise das Empresas não-Financeiras de Capital Aberto no Brasil entre 1997 a 2013

Para realizar a investigação das empresas não-financeiras que participam da bolsa de ações Bovespa, 79 firmas desse mercado, que estão compreendidas em 14 setores da economia, são analisadas no decorrer da seção³. A maioria dos dados é do *software* Economatica e o período vai de 1997 a 2013. O número de 79 empresas foi escolhido conforme a escassez de dados das variáveis analisadas nessa seção. As empresas escolhidas não sofrem significativamente com a falta de dados, se comparadas com as que foram omitidas da amostra. O período de 1997 a 2013 ocorre devido ao fato de incorporar eventos importantes na economia brasileira, como a influência da crise financeira de 2007/2008 sobre o país. Vale dizer, também, que os dados se referem ao quarto trimestre de cada ano.

Tabela 1: Definição das Variáveis

Variáveis	Definição
Receita Operacional	Receita com a venda de produtos e mercadorias e a prestação de serviços
Receita Financeira	Receita com juros recebidos, descontos obtidos e com rendimentos nominais de aplicações financeiras
Receitas de Aplicações Financeiras	Receita de rendimentos nominais de ativos financeiros
Variações Cambiais e/ou Monetárias	Receita ou despesa advinda da oscilação do câmbio e/ou moeda sobre ativos e operações financeiras
Encargos de Operações Financeiras	Despesa financeira com exceção da despesa com a variação cambial e/ou monetária
Lucro não-Financeiro	Diferença da receita operacional com a despesa operacional
Lucro (Prejuízo) Financeiro	Diferença da receita financeira com a despesa financeira
Lucro Líquido	Diferença do lucro não-financeiro com o lucro financeiro depois dos impostos
Dívida Bruta (Total)	Total de empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo
Imobilizado	Bens necessários à manutenção das atividades da empresa, caracterizados por apresentar-se na forma tangível
Lucro Retido	Lucro apropriado pela empresa para atender a outras finalidades, como o autofinanciamento
Dividendos	Parte do lucro da empresa que é distribuído para os acionistas

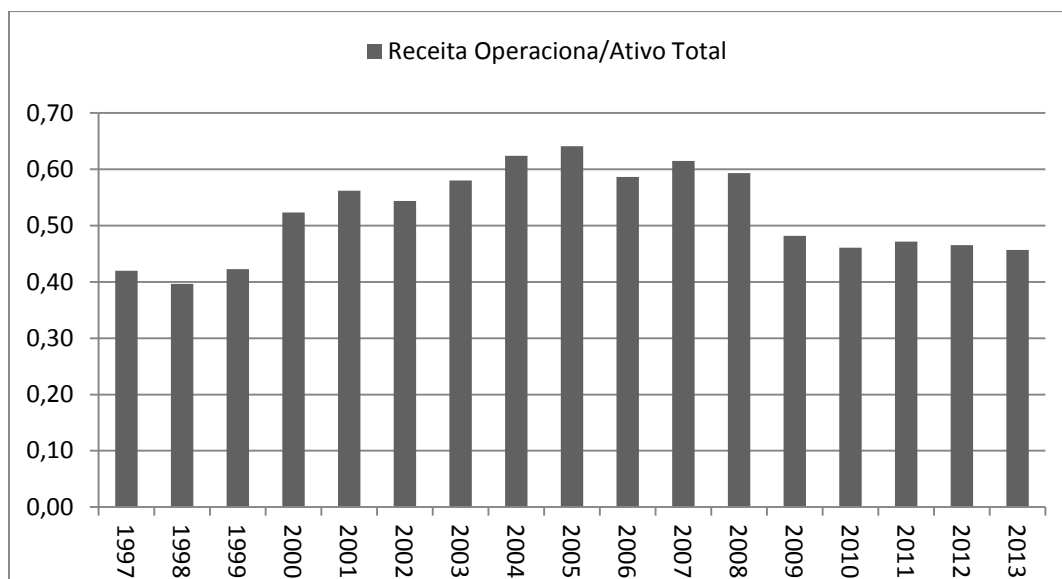
Fonte: Economatica, Portal de Contabilidade, Receita Federal

³ As empresas e os respectivos setores aos quais pertencem são apresentados no anexo (tabela 5).

Os dados do Economatica estão todos deflacionados pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) referentes ao ano de 2015. A tabela 1 resume a definição das variáveis que serão utilizadas na análise.

Iniciando a investigação, o gráfico 1 retrata a evolução da receita operacional/ativo total ao longo do período. De um modo geral, a razão foi crescente, apesar de algumas oscilações. Vale ressaltar que os maiores valores ocorreram entre os anos de 2004 a 2008, mesmo período em que Bruno et al (2009) afirmou que a economia brasileira seguiu o regime *Finance-Led Growth*, isto é, o crescimento da economia conduzido pelas finanças.

Gráfico 1: Receita Operacional/Ativo Total

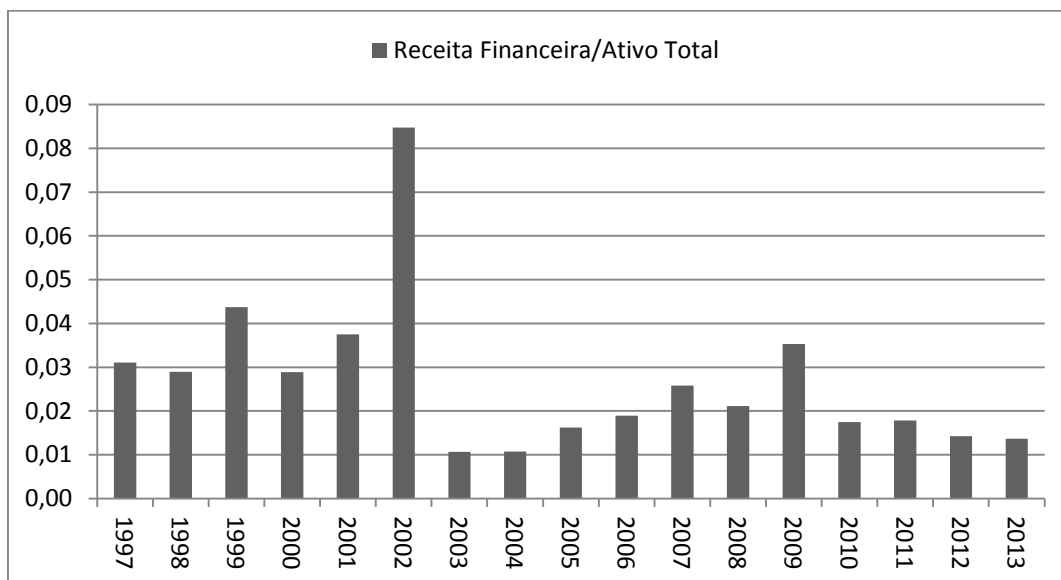


Fonte: Elaboração própria com dados do Economatica

A receita financeira/ativo total pode ser vislumbrada no gráfico 2. Esse gráfico vai de encontro com a proposição de *Finance-Led Growth* entre os anos de 2004 a 2008, pois a proporção cresce nesse período. Após o ano de 2002 ocorre uma quebra no patamar dessa rubrica, o que pode ser entendido pela mudança de estratégia dessas firmas. Deparadas com maior liquidez externa com taxas de juros baixas, essas empresas podem ter elevado o endividamento para sustentar os investimentos, concedendo menor importância para as receitas financeiras, o que explicaria também a queda no patamar dessa razão entre os anos de 1997 a 2002, se comparado com o

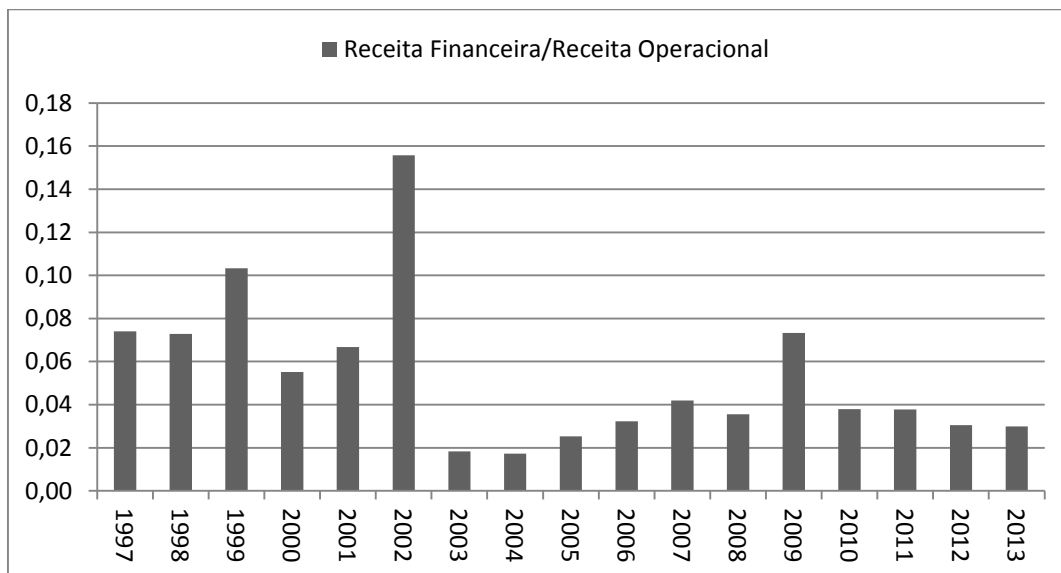
restante da série. Essa hipótese, todavia, somente poderá ser avaliada com a análise de outros gráficos, como os relativos ao imobilizado e dívida bruta.

Gráfico 2: Receita Financeira/Ativo Total



Fonte: Elaboração própria com dados do Economatica

Gráfico 3: Receita Financeira/Receita Operacional em porcentagem



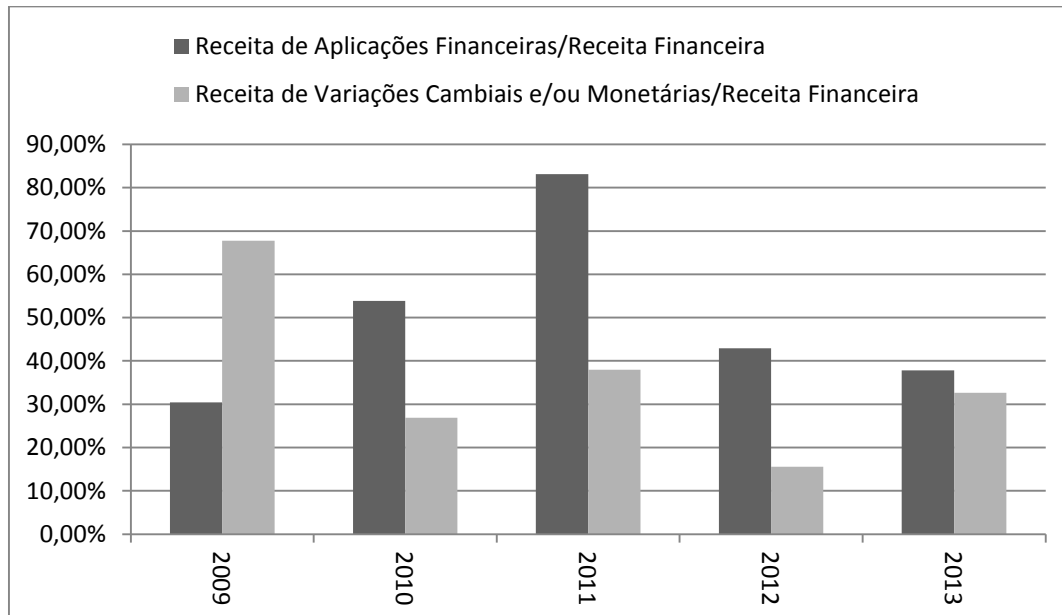
Fonte: Elaboração própria com dados do Economatica

Com o intuito de comparar a receita operacional com a receita financeira, o gráfico 3 exibe a razão da receita financeira em relação à receita operacional.

O fato marcante desse gráfico é a queda da proporção da receita financeira com a receita operacional desde o ano de 2002. Talvez o forte crescimento econômico brasileiro desde 2004 ajude a compreender essa quebra de nível, uma vez que o maior consumo decorrente dele pode incentivar o aumento de operações das empresas no setor real, o que impactaria positivamente na receita operacional (gráfico 1). Ademais, deve-se levar em consideração a hipótese de mudança de estratégia dessas firmas, que passaram a focar menos nas receitas financeiras e mais no aprofundamento do endividamento para apoiar os investimentos.

Para entender melhor a receita financeira, essa rubrica é aberta para investigar a sua composição. Como o Economatica não fornece essa informação, dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) com valores deflacionados pelo IPCA de 2014 foram utilizados.

Gráfico 4: Receita de Aplicações Financeiras/Receita Financeira e Receita de Variações Cambiais e/ou Monetárias/Receita Financeira em porcentagem



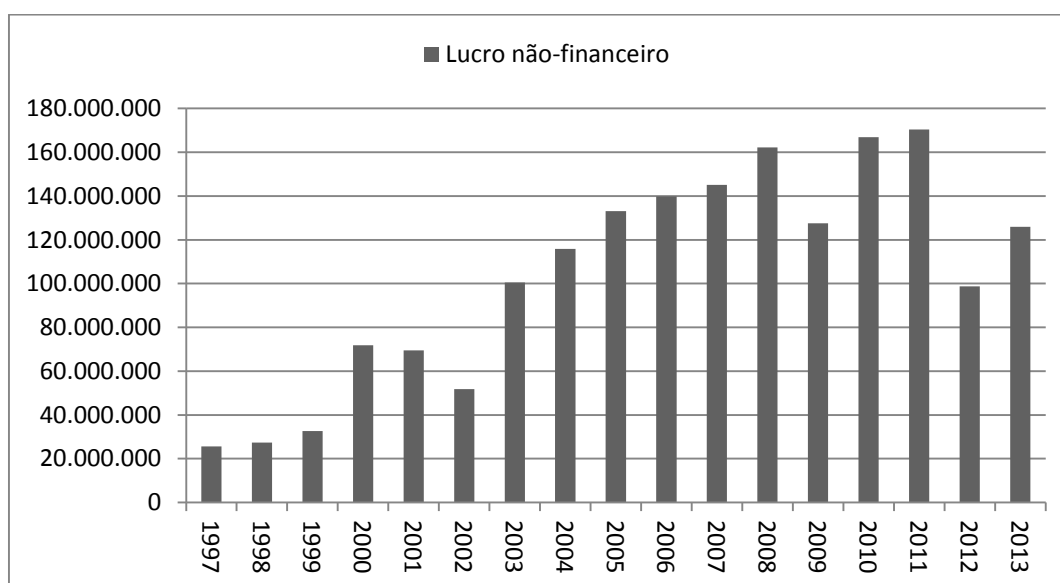
Fonte: Elaboração própria com dados da CVM.

Notas: No ano de 2011 a porcentagem de ambas as variáveis, se somadas, ultrapassa a receita financeira. Provavelmente isso decorre de rubricas relacionadas à despesa financeira que apresentaram valor positivo, ao invés de negativo, fazendo com que a receita ultrapassasse a marca de 100%.

O gráfico 4 retrata a receita de aplicações financeiras e a receita de variações cambiais e/ou monetárias em proporção com a receita financeira. Com exceção do ano de 2009, a receita de aplicação financeira é o fator preponderante para explicar a variação da receita financeira.

Embora a limitada abrangência do período não permita que uma análise mais profunda seja realizada, a análise dos dados do gráfico 4 sugere que as empresas têm adquirido ganhos financeiros principalmente por aplicações em ativos. Todavia, como foi visto no gráfico 3, em comparação com a receita operacional, a receita financeira representa apenas uma pequena parte, indicando que essas empresas não estão dependendo primordialmente de ganhos financeiros para suas operações.

Gráfico 5: Lucro não-financeiro em milhares de reais



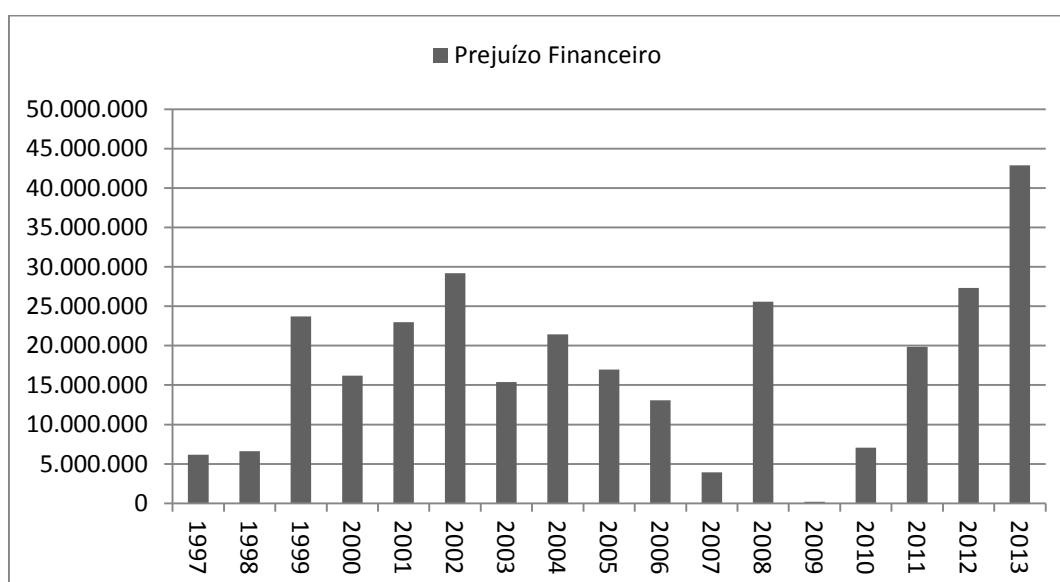
Fonte: Elaboração própria com dados do Economatica

O próximo passo é analisar o lucro financeiro e o lucro não-financeiro, uma vez que as receitas que compõem essas contas já foram analisadas. O gráfico 5 retrata o lucro não-financeiro. Em toda a série essa rubrica é crescente, com destaque para o período de 2004 a 2008. Conforme vimos, tanto a receita financeira quanto a receita operacional cresceram nesse período. Agora o lucro não-financeiro também apresentou o mesmo comportamento. Esses dados parecem apontar que o crescimento foi puxado tanto pelas finanças quanto

pelo setor produtivo, uma vez que a receita operacional se elevou. Ressalta-se ainda a lucratividade crescente dessas firmas no setor produtivo.

O gráfico 6 ao invés de mostrar o lucro financeiro, exhibe os prejuízos financeiros, pois em todos os anos da série os valores foram negativos, resultado próximo ao encontrado no trabalho de Miranda (2013). Se no setor produtivo as firmas são lucrativas, o mesmo não pode ser dito em relação ao setor financeiro. Conclui-se que foi o setor produtivo que forneceu a sustentabilidade dessas firmas. Em relação à financeirização, esse resultado enfraquece a tese de que essas instituições estariam financeirizadas nos moldes vistos nas economias desenvolvidas, como os EUA e Reino Unido.

Gráfico 6: Prejuízo Financeiro em milhares de reais

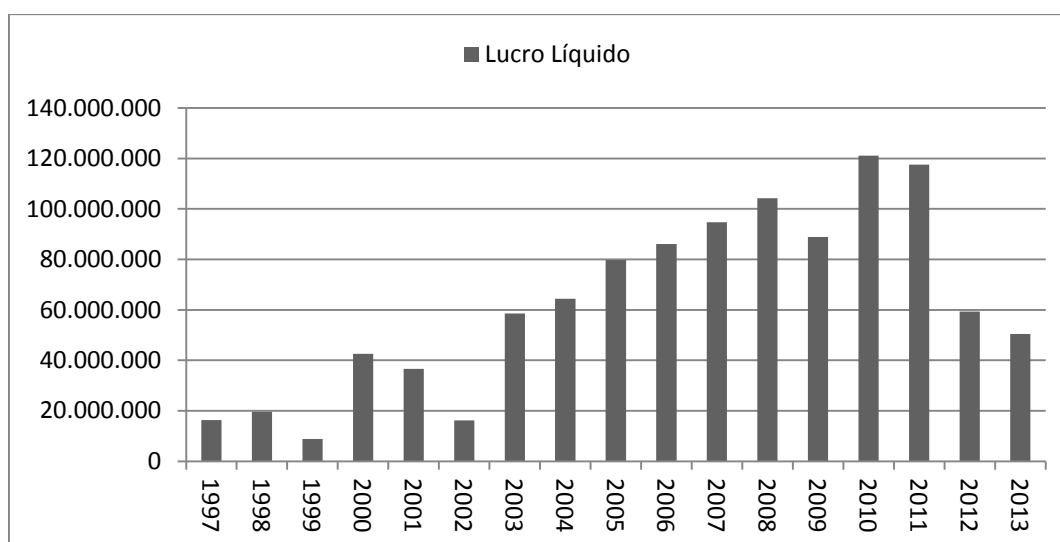


Fonte: Elaboração própria com dados do Economatica

Esse prejuízo financeiro pode ser compreendido pelas estratégias das firmas; pode ser que o aumento das despesas financeiras decorra de uma deliberada estratégia de endividamento externo para impulsionar o aumento da produção, uma vez que a liquidez foi abundante nesse período e o país apresentou significativo crescimento econômico e da demanda agregada, incentivando a firma a expandir sua capacidade produtiva. No trabalho de Miranda (2013), no qual também foi observado a ocorrência de prejuízos financeiros, o autor justificou esse fato com o argumento de que as empresas possuíam elevado

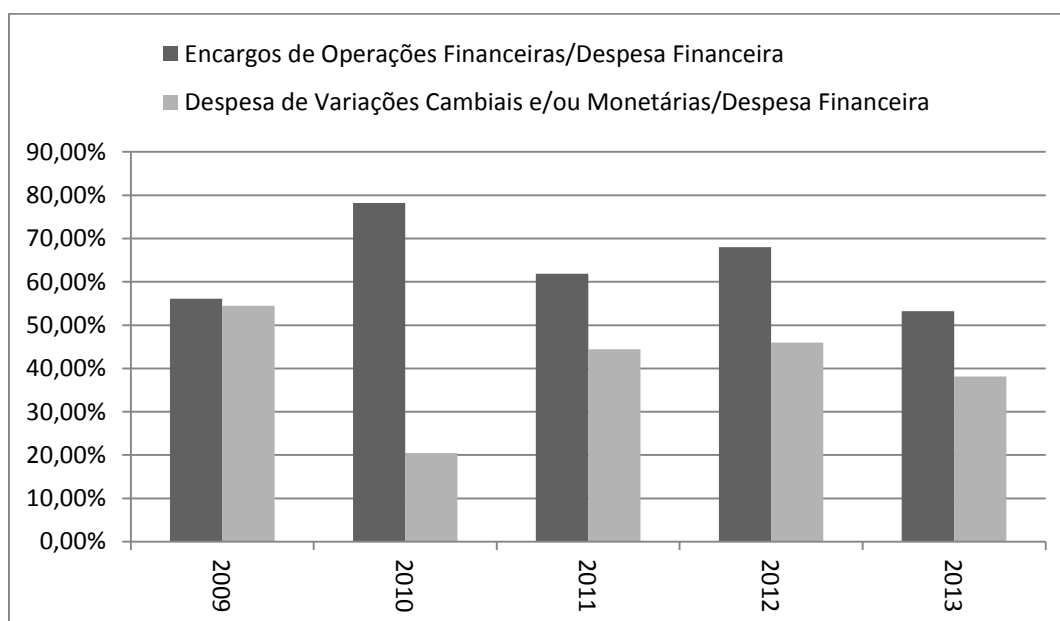
endividamento com taxas de juros elevadas, o que impulsionou o crescimento das despesas financeiras. O gráfico 6 parece confirmar a hipótese que levantamos anteriormente, no aprofundamento do endividamento em face de um ambiente externo favorável.

Gráfico 7: Lucro Líquido em milhares de reais



Fonte: Elaboração própria com dados do Economatica

Gráfico 8: Encargos de Operações Financeiras e Despesa de Variações Cambiais e/ou Monetárias



Fonte: Elaboração própria com dados da CVM.

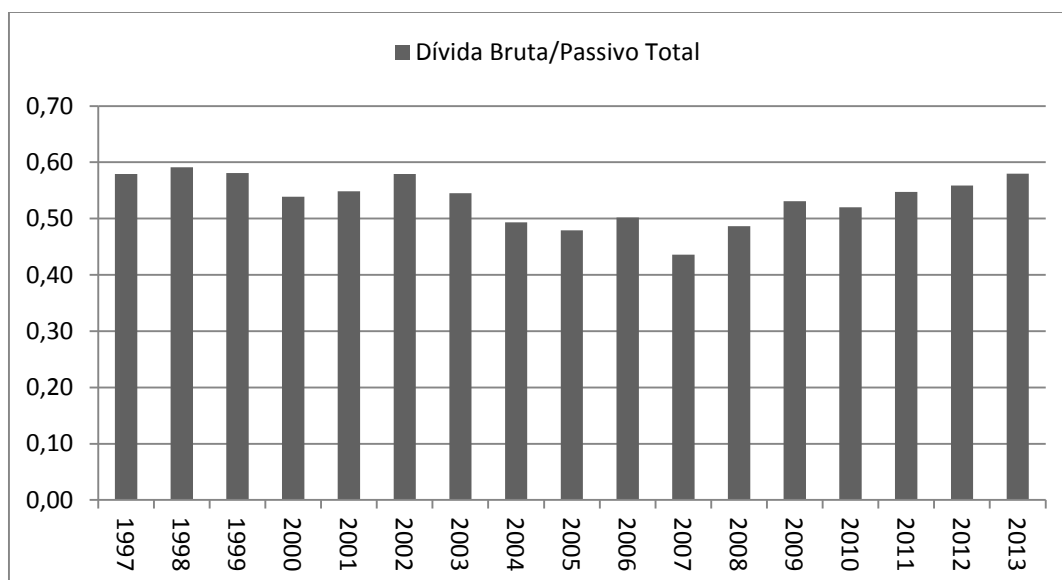
Nota: Há anos em que as variáveis, se somadas, ultrapassam 100%. Provavelmente isso decorre de rubricas que apresentaram valor positivo, ao invés de negativo, fazendo com que ultrapassasse a marca de 100%.

Finda a análise do lucro não-financeiro e do prejuízo financeiro, o lucro líquido, que reúne essas duas rubricas, é analisado no gráfico 7. O lucro líquido é crescente, ou seja, os lucros operacionais (não-financeiros) mais do que compensaram os seguidos prejuízos financeiros. É o setor real e não o setor financeiro o responsável pela lucratividade dessas empresas.

De forma análoga com o procedimento realizado com a receita financeira, a composição da despesa financeira é realizada no gráfico 8. Em todos os anos os encargos de operações financeiras são superiores às despesas advindas de variações cambiais e/ou monetárias.

Embora o gráfico 8 denote que o encargo financeiro foi o principal componente da despesa financeira, essa análise deve ser realizada com parcimônia, primordialmente por causa da abrangência do período. Não podemos afirmar nada sobre os encargos financeiros entre os anos de 1997 a 2008.

Gráfico 9: Dívida Bruta/Passivo Total

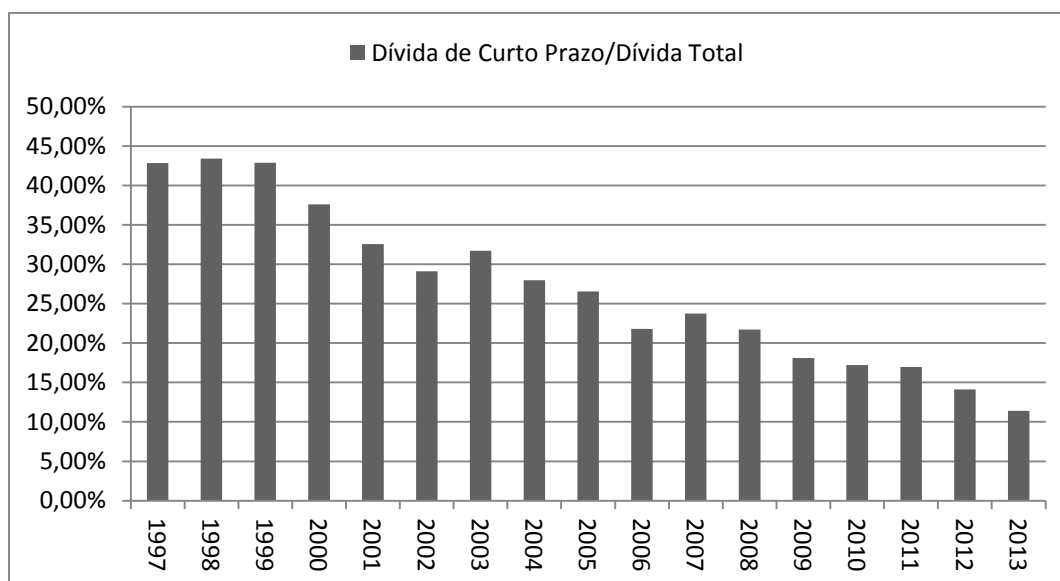


Fonte: Elaboração própria com dados do Economatica

O próximo passo é investigar o endividamento dessas firmas. O gráfico 9 retrata a dívida bruta/passivo total das empresas analisadas. Desde 2007 a razão tem crescido, talvez impulsionada por uma deliberada estratégia de endividamento, dado o contexto econômico de ampla liquidez externa. Também não pode-se desconsiderar o papel do BNDES financiando essas empresas, uma vez que esse banco passou a ter participação mais relevante na economia brasileira durante esse período (Couto, 2012; Nyko, 2011).

Deste modo, o endividamento fornece indícios para entender o comportamento da despesa financeira. Na medida em que a dívida bruta foi aumentando, da mesma forma os pagamentos financeiros também se elevaram. Além disso, as receitas financeiras não acompanharam o crescente pagamento financeiro, o que se consubstanciou em seguidos prejuízos financeiros.

Gráfico 10: Dívida de Curto Prazo/Dívida Total em porcentagem



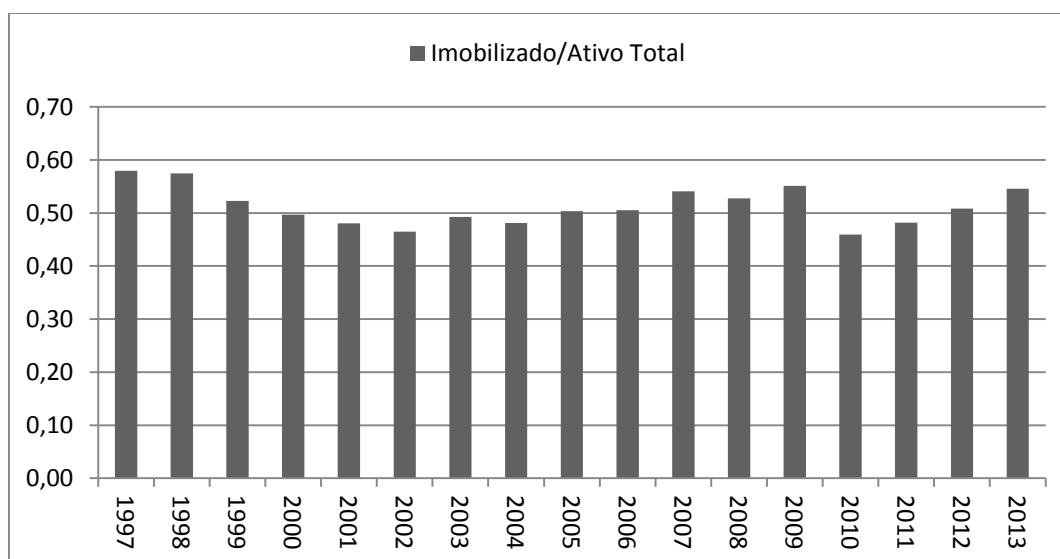
Fonte: Elaboração própria com dados do Economatica

Para aprofundar a análise do endividamento, é oportuno verificar o tipo de endividamento que essas empresas estão perfazendo. O gráfico 10 mostra a dívida de curto prazo dividida pela dívida bruta. Infere-se que a dívida é primordialmente de longo prazo. No tocante à financeirização e ao MSV, a literatura apontou que algumas empresas, ao depender significativamente do mercado financeiro, levantavam dívidas de curto prazo para compensar a

perda de receitas produtivas em decorrência da perda de lucratividade nesse setor e ao objetivo de remunerar os acionistas (Lazonick, 2011). Por meio do gráfico 10, percebe-se que essas empresas não utilizaram demasiadamente de dívidas de curto prazo, pelo contrário, elas tomaram empréstimos de prazo mais longo. Com isso, assim como ocorreu ao analisar os prejuízos financeiros (gráfico 6), essas empresas não parecem estar em um processo de financeirização muito desenvolvido.

Continuando a análise do comportamento das empresas - e tendo em vista os resultados relativos à receita operacional, ao lucro não-financeiro e ao endividamento -, pode-se levantar a hipótese de que essas firmas estejam aumentando tanto a produção quanto os investimentos produtivos. A investigação da rubrica imobilizado auxilia nessa compreensão, de acordo com Belluzo e Almeida (2002).

Gráfico 11: Imobilizado/Ativo Total



Fonte: Elaboração própria com dados do Economatica

O gráfico 11 apresenta o imobilizado/ativo total. De 2004 a 2008 essa razão apresentou o mesmo comportamento que a receita operacional/ativo total (gráfico 1) e a receita financeira/ativo total (gráfico 2), isto é, o imobilizado/ativo total cresceu. Esse comportamento se aproxima da proposição de Bruno et al (2009), de que a economia brasileira cresceu puxada pelas finanças. Todavia,

houve também, embora não citado por esse autor, auxílio do setor produtivo nesse crescimento, pois a receita operacional/ativo total foi crescente.

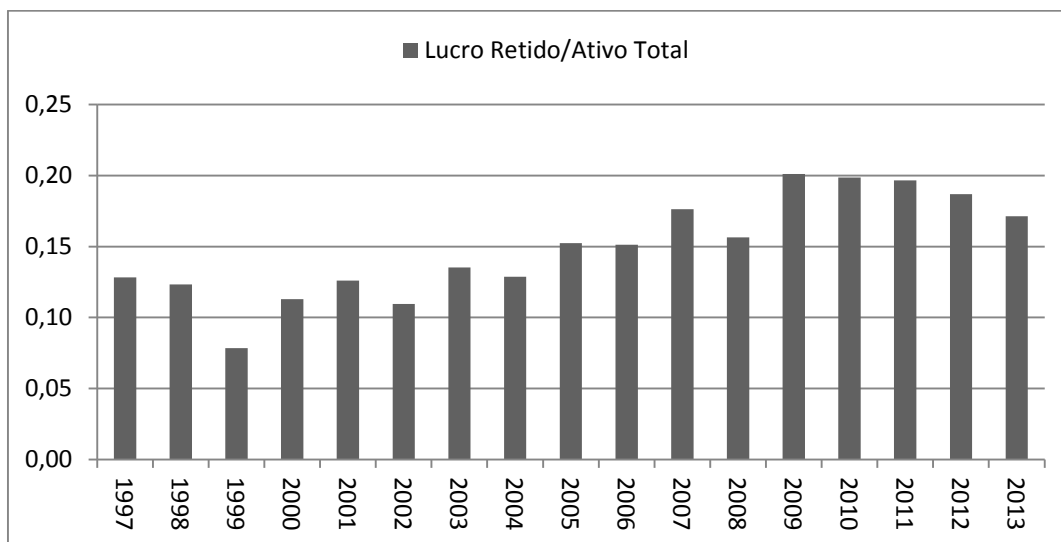
No que tange à financeirização e ao MSV, o imobilizado/ativo total vem decrescendo, embora de maneira muito lenta. De 1997 a 2002 o seu patamar médio foi de 0,52, caindo para 0,51 entre 2003 a 2009 e para 0,50 de 2010 a 2013. Isso confirma a desaceleração do investimento em regimes com elevada participação das finanças (Lazonick e O'Sullivan, 2000). Entretanto, há peculiaridades nessas empresas, como a elevada lucratividade no setor produtivo e os prejuízos no setor financeiro. Esses dados confirmam o padrão incipiente de financeirização dessas firmas. Em relação ao MSV, a queda do investimento, mesmo que reduzida, levanta a hipótese de que essas firmas possam ter seguido essa governança corporativa.

Tendo analisado a dinâmica dos setores financeiro e real dessas empresas, resta investigar o resultado dessas atividades. O gráfico 12 exibe o lucro retido/ativo total e o gráfico 13 os dividendos. Ambas as séries são crescentes, o que nos leva a crer que os lucros que essas firmas auferiram possibilitaram o acúmulo de lucro retido ao mesmo tempo em que essas empresas incrementavam a distribuição de dividendos. O *trade-off* entre pagamento de dividendos e manutenção de lucro retido foi solucionado pelos crescentes lucros líquidos (gráfico 7). Todavia, a característica principal é que a distribuição de dividendos foi crescente, comportamento típico de empresas que adotam a estratégia de MSV (Milberg, 2008; Lazonick, 2012; González e Sala, 2013).

Pode-se relacionar essa maior distribuição de dividendos com a queda do imobilizado/ativo total (gráfico 11). O pagamento aos acionistas provavelmente reduziu o capital a ser aplicado no setor produtivo, ainda que o lucro retido/ativo total tenha crescido. Portanto, para completar essa análise, torna-se providencial buscar uma relação entre o pagamento de dividendos e o mercado de trabalho (capítulo 3). Sobre o lucro retido, conforme dito na seção anterior, ele é comumente utilizado por empresas domésticas de tamanho

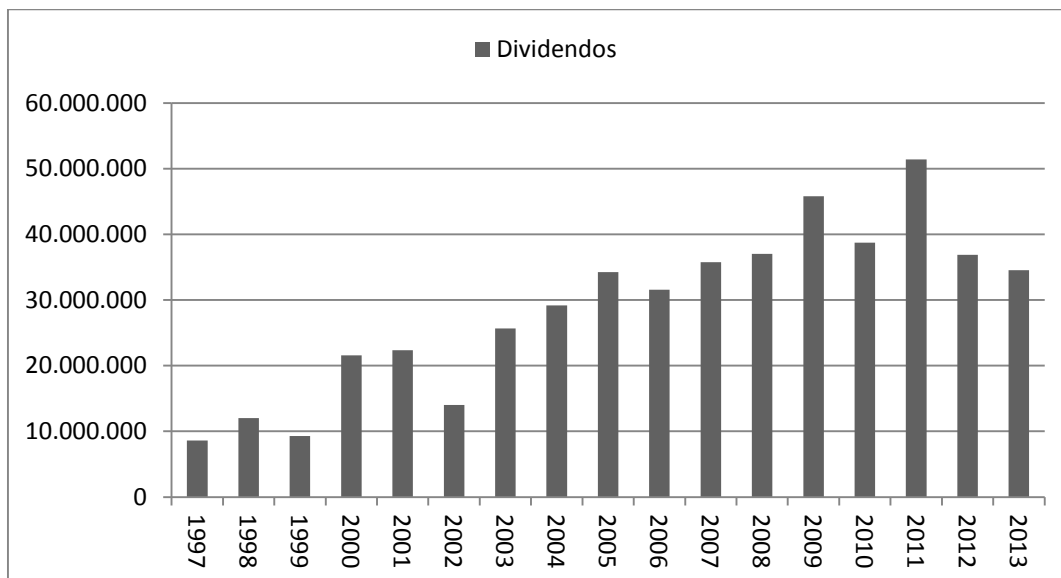
pequeno e médio (Zonenschain, 1998), podendo ser esse o caso dessa amostra.

Gráfico 12: Lucro Retido/Ativo Total



Fonte: Elaboração própria com dados do Economatica

Gráfico 13: Dividendos em milhares de reais



Fonte: Elaboração própria com dados do Economatica.

Chegando ao fim da análise gráfica, algumas conclusões podem ser construídas. O comportamento da receita financeira/ativo total e do imobilizado/ativo total entre os anos de 2004 a 2008 se aproxima ao retratado

por Bruno et al (2009), isto é, o crescimento puxado pelas finanças. Todavia, pela receita operacional/ativo total, percebe-se que o setor produtivo também auxiliou esse crescimento, o que é confirmado pelos lucros não-financeiros. Sobre a lucratividade no setor financeiro e produtivo, conclui-se que é o setor real e não o setor financeiro o responsável pela sustentabilidade dessas firmas.

A importância da receita financeira em vista da receita operacional é reduzida; as empresas dependem muito mais dos ganhos operacionais. Os seguidos prejuízos financeiros confirmam essa proposição. É o setor produtivo e não o setor financeiro que impulsiona as operações dessas firmas.

As firmas reduziram a parcela de empréstimos de curto prazo para realizar suas atividades. Em economias que passam pelo fenômeno da financeirização, as empresas tendem a elevar o endividamento em vista da perda de receitas operacionais, necessidade de aumentar a valorização de suas próprias ações e incrementar a distribuição de dividendos (Lazonick e O'Sullivan, 2000). Esse endividamento usualmente é de curto prazo, uma vez que os fundos dessas firmas são canalizados para o setor financeiro e/ou para o pagamento de dividendos (Krippner, 2005). As firmas dessa amostra não levantaram passivos de curto prazo, pelo contrário. Considerando o contexto de liquidez abundante, infere-se que o maior endividamento de longo prazo foi canalizado para o investimento e a distribuição de dividendos.

A variável que é crucial para explicar o MSV apresentou o mesmo comportamento que é retratado pela literatura (Stockhammer, 2004; Miranda, 2013). No MSV, o pagamento de dividendos é incrementado, e esse padrão foi visto nessas empresas. Ademais, foi observado uma queda gradual do imobilizado/ativo total. Relacionando essas duas variáveis, concluímos que essas empresas seguiram o *maximizing shareholder value*, ainda que com algumas peculiaridades, se comparado com a experiência de economias mais desenvolvidas. Em suma, os resultados obtidos sugerem que a economia brasileira, se está passando pelo processo de financeirização, ele ainda é muito incipiente e pouco desenvolvido. Variáveis que são relacionadas a esse fenômeno, como o lucro financeiro e a receita financeira, apresentaram um

padrão diferente do visto internacionalmente. Mas há, por outro lado, tendências de financeirização, como a proeminência das receitas de aplicações financeiras dentro da rubrica receitas financeiras (gráfico 4) e dos encargos de operações financeiras dentro da rubrica despesas financeiras (gráfico 8).

A respeito do MSV, as empresas incrementaram ao longo dos anos o pagamento de dividendos para os acionistas, vindo ao encontro da principal característica do *maximizing shareholder value*. Portanto, se de um lado a financeirização não se evidencia nitidamente, por outro a estratégia de MSV foi adotada, ainda que a dinâmica de geração de dividendos destoe da vista internacionalmente (os dividendos se originaram do setor produtivo e não do setor financeiro).

Essas conclusões, contudo, devem ser vistas com parcimônia. Alguns fatores como a heterogeneidade da amostra, grau reduzido do desenvolvimento do mercado acionário e reduzida representatividade da amostra, se considerada em relação à economia brasileira, denotam que esses resultados se aplicam a algumas empresas do país, e que essas firmas são muito diferentes entre si.

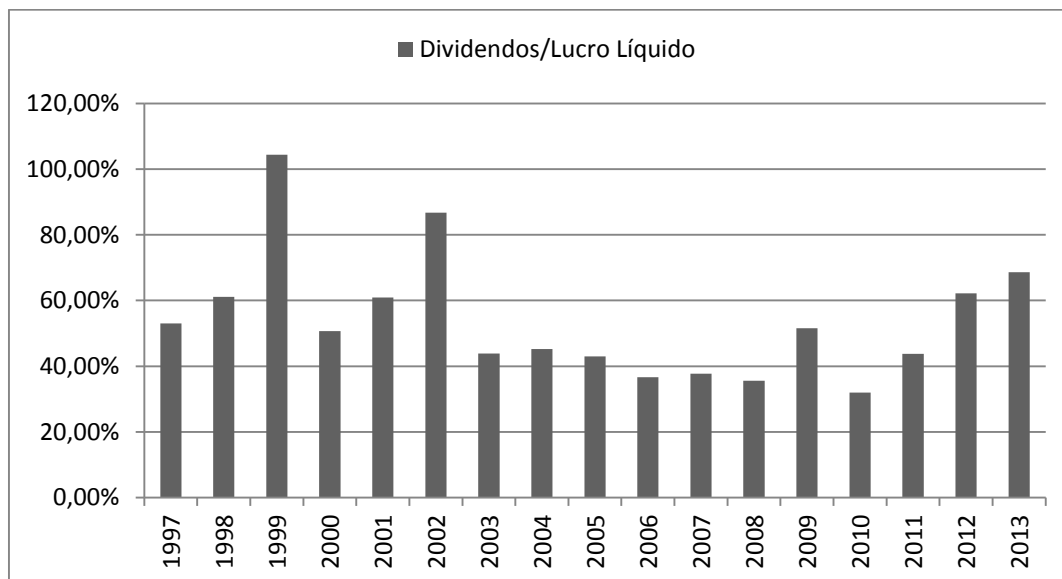
2.3 Comparações com Experiências Internacionais

Essa seção tem o objetivo de comparar o comportamento das empresas não-financeiras que atuaram no Brasil com indicadores internacionais. Em outras palavras, é uma investigação centrada em determinados índices referentes à estratégia de MSV.

Lazonick (2012) e Lazonick e O'Sullivan (2000) apresentam gráficos do pagamento de dividendos em proporção com o lucro líquido. Lazonick (2012) analisou 292 empresas de capital aberto dos EUA entre os anos de 1981 a 2007. No gráfico do autor, é perceptível um caráter cíclico, tendo a proporção crescido em determinados períodos, mas depois decrescido em valor. O seu valor médio ficou por volta de 40 a 50%. No caso de Lazonick e O'Sullivan (2000), que também analisaram empresas de capital aberto dos EUA entre os

anos de 1960 a 1998, o valor médio dessa proporção foi de 50%. O caso brasileiro pode ser visto no gráfico 10.

Gráfico 14: Dividendos/Lucro Líquido



Fonte: Elaboração própria com dados do Economatica.

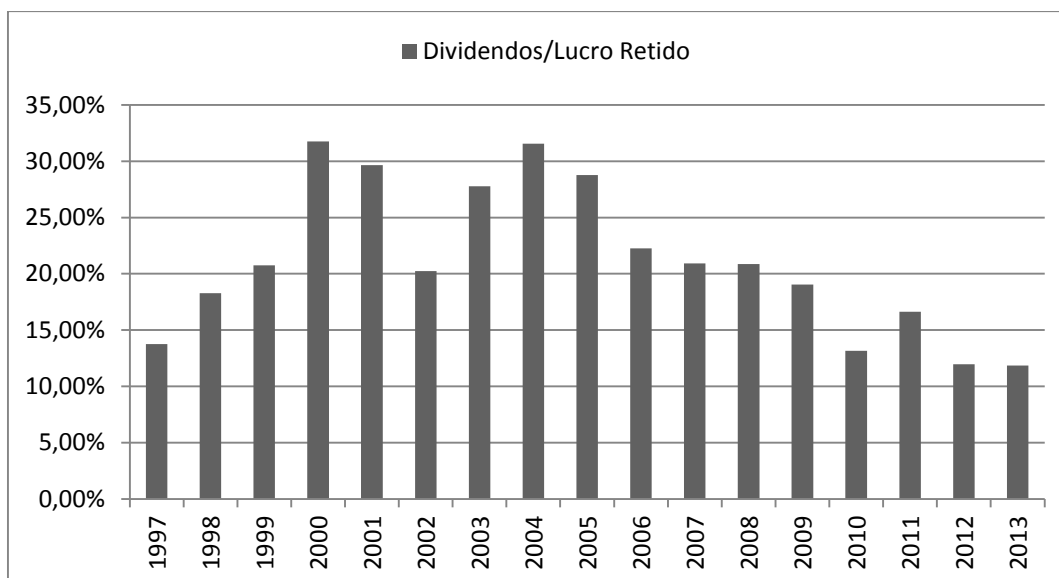
Assim como os trabalhos de Lazonick (2012) e Lazonick e O'Sullivan (2000), a proporção dividendos/lucro líquido variou por volta de 50% no gráfico 14. Portanto, a proporção de capital destinada à remuneração dos acionistas não é diferente da vista internacionalmente, o que reforça a conclusão de que essas firmas utilizaram o MSV.

Milberg (2008) analisa o MSV na economia dos EUA, mas utiliza outro índice: dividendos mais recompras de ações divididos pelo lucro retido. O período vai de 1960 a 2006. Ao longo da série, é perceptível abruptos aumentos dessa proporção seguidos por um período de estabilização, para depois arrefecer de forma rápida; ou seja, a série apresentou ciclos. O gráfico 15, que exibe os dividendos em proporção com o lucro retido⁴, pode ser entendido por ciclos também. O primeiro vai de 1997 a 2001 e o segundo de 2002 a 2005. Após 2005 essa proporção vai decrescendo continuamente até 2013. Em comparação ao gráfico de Milberg (2008), há duas importantes diferenças. A

⁴ Não foi incluído a recompra de ações no numerador por causa da escassez de dados para essa rubrica.

primeira é de que a partir de 2005 os dividendos/lucro retido são decrescentes na economia brasileira e a segunda é a proporção dessa razão, que não atinge nem 35%, ao contrário do gráfico de Milberg, no qual a proporção de 90% é atingida.

Gráfico 15: Dividendos/Lucro Retido



Fonte: Elaboração própria com dados do Economatica.

Todavia, vale observar que o gráfico 15 não inclui a recompra de ações e tampouco o mercado acionário brasileiro é desenvolvido da maneira como é o norte-americano. Por fim, esse resultado serve para reforçar o padrão de financeirização da economia brasileira, que foi considerado incipiente, na seção anterior.

Destarte, a análise feita evidencia que embora o pagamento dos dividendos apresente semelhanças com o padrão internacional, ele destoa deste ao depender fundamentalmente do lucro não-financeiro e não do lucro financeiro, conforme foi visto pela análise dos gráficos 5 e 6. É o setor produtivo e não o setor financeiro que tem sustentado a distribuição de dividendos.

Talvez o principal fator que explique o porquê do não engajamento dessas firmas no setor financeiro para auferir lucro financeiro seja a lucratividade que apresentam no setor real. Crotty (2003) e Lazonick e O'Sullivan (2000) relacionam a emergência da prática de MSV com a queda da lucratividade das

firmas no setor real nos anos de 70 e 80. Esse processo, de acordo com a análise feita nesse trabalho e com a revisão de literatura concernente ao Brasil, não ocorreu na economia brasileira, uma vez que o setor produtivo gerou lucros e o setor financeiro apenas *déficits*.

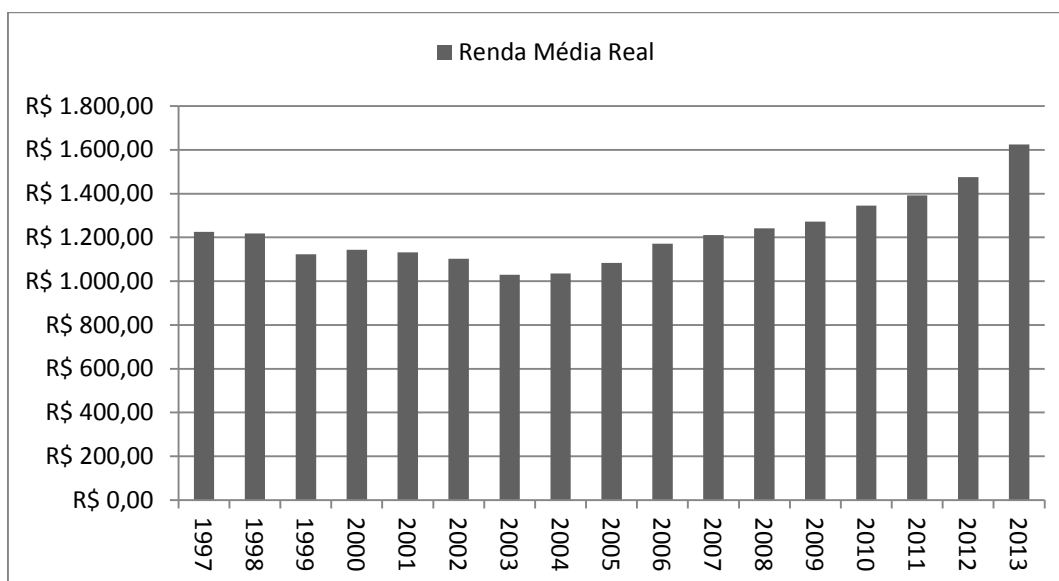
Sobre o MSV, os gráficos dessa seção e a comparação com a experiência internacional reforçam que as empresas analisadas seguiram essa estratégia. Como uma das consequências do MSV é o seu impacto negativo sobre os empregos, a próxima seção exhibe alguns indicadores do mercado de trabalho. O objetivo é relacionar a estratégia das firmas com o desempenho do mercado de trabalho. Mas como ressaltado antes, essa análise deve seguir com parcimônia, devido principalmente pela representatividade da amostra em escala nacional.

2.4 Mercado de Trabalho entre os anos de 1997 a 2013

Alguns indicadores do mercado de trabalho brasileiro são apresentados nessa seção. Todos os gráficos compreendem o período de 1997 a 2013. O gráfico 16 denota a renda real média. De 1997 a 2002 a série é levemente decrescente, porém, sofre uma inflexão no seu comportamento a partir do ano de 2003, quando a remuneração real média se eleva continuamente, atingindo o pico da série no ano de 2013.

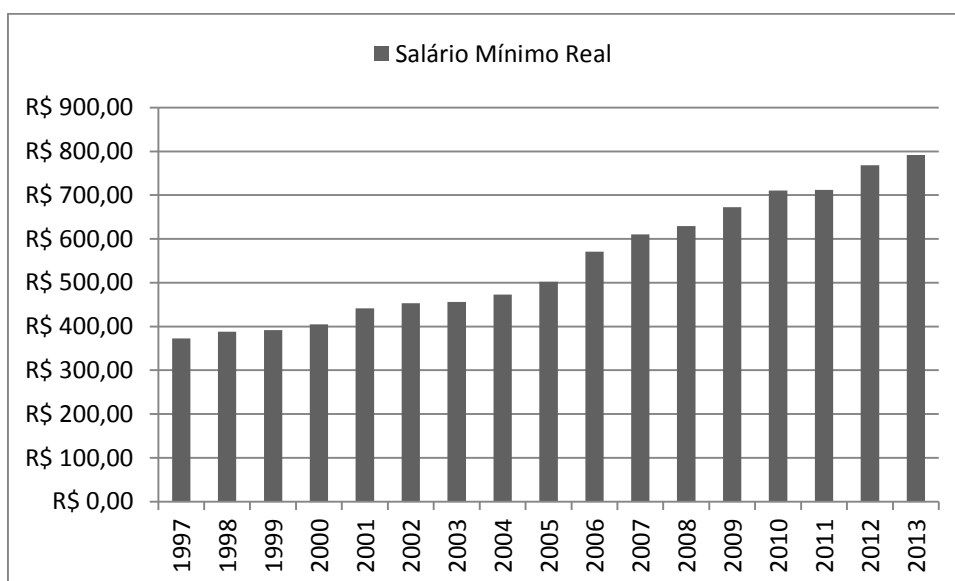
O gráfico 17 ajuda a entender o porquê da remuneração crescente nesse período; o salário mínimo real cresceu em todo o período, com destaque para os anos posteriores ao de 2003. Os resultados que são retratados desde o ano de 2003 ocorreram devido à política deliberada de aumento do salário mínimo (Silva, 2014), que afetou as demais remunerações (gráfico 16). O poder de compra mais do que duplicou nesses dezessete anos, saindo de 372 reais em 1997 para terminar a série em 791 reais.

Gráfico 16: Renda Real Média em reais



Fonte: Elaboração própria com dados do IPEA

Gráfico 17: Salário Mínimo Real em reais



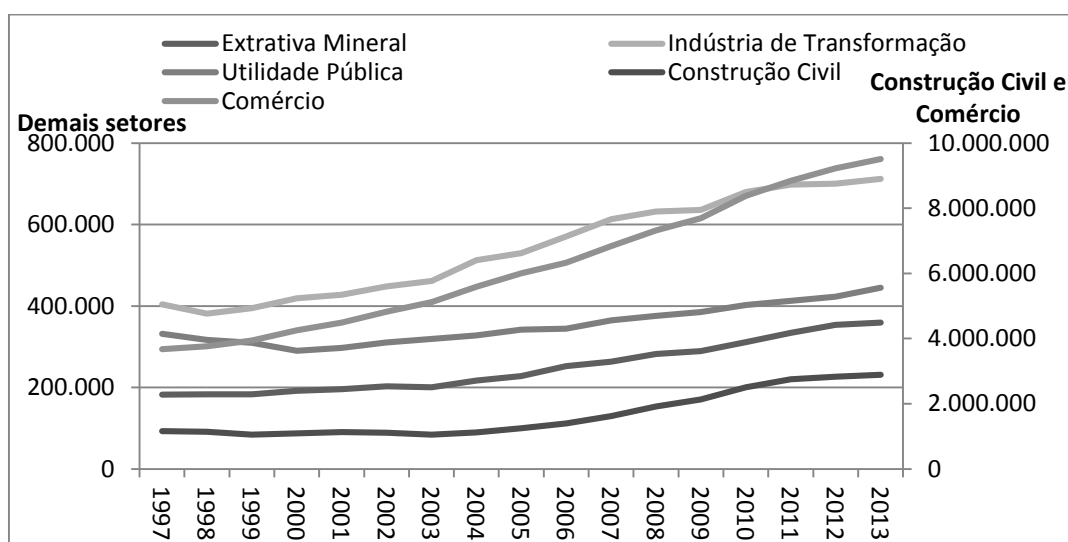
Fonte: Elaboração própria com dados do IPEA.

Os gráficos 16 e 17 denotam que a renda proveniente do trabalho aumentou na economia brasileira. O poder de compra foi incrementado, o que serviu para sustentar o crescimento econômico do período. Comparado com as décadas passadas, quando processos de hiperinflação, recessão econômica e políticas de redução dos salários foram realizadas (conforme visto na seção 2.1), é significativa a alteração na tendência salarial dos trabalhadores. O contexto de

forte crescimento econômico e políticas direcionadas para a redução do desemprego e da desigualdade podem explicar esse quadro (Baltar, 2015).

Tendo analisado a remuneração, dados relativos aos postos de trabalho são apresentados, iniciando pelo gráfico 18. Esse gráfico classifica o emprego na economia em grandes setores. É a partir do ano de 2003 que o emprego avança continuamente. A explicação para esse resultado pode ser atribuído tanto ao forte crescimento que a economia brasileira apresentou no período de 2004 a 2008 quanto às políticas públicas direcionadas para atingir o pleno emprego (Baltar, 2015; Silva, 2014).

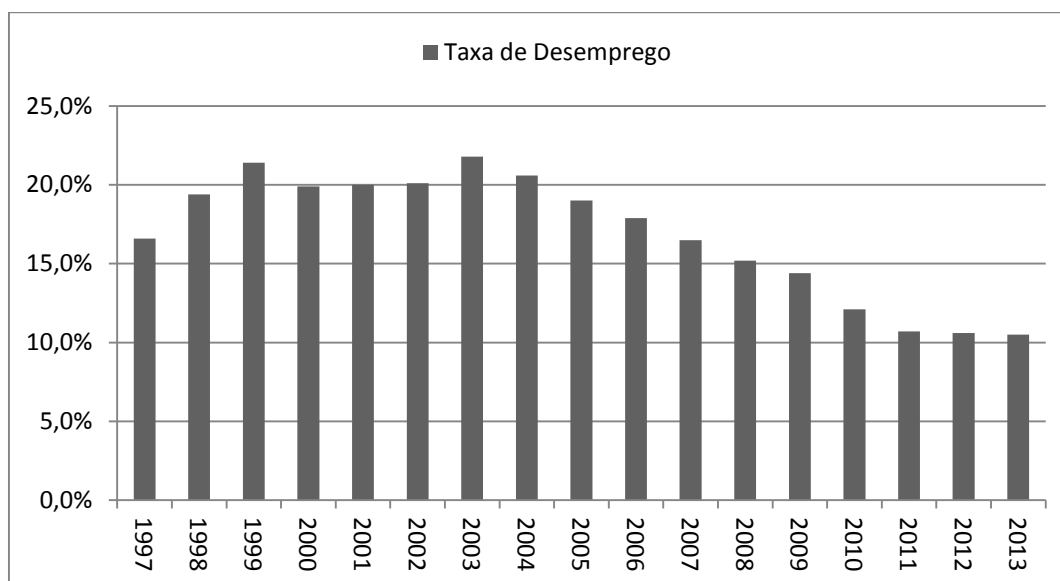
Gráfico 18: Estoque de Empregos



Fonte: Elaboração própria com dados da RAIS

O gráfico 18 pode esconder a real queda do desemprego, uma vez que ele apresenta somente valores absolutos. O gráfico 19, ao relacionar a população com os postos de trabalho, resolve essa questão. De 1997 a 2003 a taxa de desemprego cresceu, atingindo o pico da série no ano de 2003 (21,8%). A partir de 2004, período do *boom* das *commodities*, da liquidez internacional ampla e das políticas incentivando a criação de empregos, a série reverte a sua tendência, sendo decrescente no restante dos anos, com destaque para o último ano, quando o desemprego foi de 10,5%.

Gráfico 19: Taxa de Desemprego Nacional



Fonte: Elaboração própria com dados do DIEESE.

Relacionando o comportamento das empresas com esses indicadores, e dado que concluiu-se que essas utilizaram a estratégia de maximizar o valor do acionista, teoricamente esperaríamos um efeito negativo dessas instituições sobre o mercado de trabalho (Husson, 2015), ainda que os indicadores de emprego tenham melhorado, como de fato se observou. Portanto, isolar outros efeitos que influenciam a *performance* do mercado de trabalho e considerar a representatividade das empresas nesse segmento para poder inferir se a estratégia de MSV das firmas impactou negativamente sobre a criação de vagas é o objetivo do próximo capítulo, o qual é realizado por meio de um modelo econométrico.

2.5 Conclusão

Esse capítulo analisou 79 empresas de capital aberto que operaram no Brasil entre os anos de 1997 a 2013, investigando a dinâmica de funcionamento dessas firmas. O capítulo 1 denotou que a estratégia de *maximizing shareholder value* ocorre principalmente quando a empresa passa a depender do setor financeiro para suas receitas, distribui maior quantidade de dividendos para os acionistas e desvia capital do setor produtivo para o setor financeiro.

Não necessariamente essas três características devem existir simultaneamente para indicar comportamento MSV, mas elas evidenciam forte tendência a essa estratégia.

No caso brasileiro, o pagamento de dividendos aumentou o seu patamar ao longo dos anos (gráfico 13), se aproximando do visto internacionalmente (gráfico 14). Porém, as 79 empresas não dependeram, precipuamente, da receita financeira para empreenderem suas atividades; é o setor produtivo que gera receitas e lucro para as firmas. Isso reforça a conclusão de que, se por um lado a governança corporativa pautada pelo MSV foi seguida, a financeirização dessas firmas não é desenvolvida conforme é visto na experiência internacional.

O próximo capítulo investiga se a estratégia de MSV impactou negativamente sobre o mercado de trabalho, conforme é defendido pela literatura (capítulo 1). Além de poder reforçar as conclusões desse capítulo, a análise econométrica ajudará a entender um dos canais pelos quais o MSV pode impactar o setor trabalhista.

CAPÍTULO 3: MODELO ECONOMETRICO

Esse capítulo aprofunda o estudo da estratégia de *maximizing shareholder value* no Brasil. Em vista da análise do capítulo anterior, percebeu-se que as empresas têm sido lucrativas no setor produtivo, ao mesmo tempo auferindo prejuízos financeiros no setor financeiro. Concluiu-se também que elas adotaram a estratégia MSV, uma vez que aumentaram o pagamento de dividendos ao longo dos anos. Por isso, essa parte da dissertação investiga a relação econométrica entre a atuação dessas empresas no setor financeiro e o impacto dessa atuação no mercado de trabalho. Para realizar essa tarefa, o capítulo é dividido em quatro seções, além dessa breve introdução. A seção 3.1 descreve a Teoria da Reação em Cadeia, teoria que serve de base para a construção do modelo econométrico; a seção 3.2 apresenta o modelo econométrico. A primeira parte exhibe estatísticas das variáveis utilizadas, como a média, número de observações e valor máximo e mínimo, a segunda parte expõe as equações utilizadas, ao mesmo tempo denotando qual o sinal esperado de cada variável e, por fim, a terceira parte detalha a metodologia, na qual é apresentado o método usado nesse capítulo, que é o de Mínimos Quadrados em Dois Estágios; a seção 3.3 discute os resultados obtidos com as estimações econométricas, relacionando-os com a revisão de literatura do capítulo 1 e com as conclusões do capítulo 2; e a seção 3.4 tece alguns comentários conclusivos.

3.1 Teoria da Reação em Cadeia

Essa seção explicita a Teoria da Reação em Cadeia (CRT), que serve de base para a construção do modelo econométrico, que é apresentado na próxima seção. De acordo com Karanassou e Sala (2010), a CRT é um modelo de equações simultâneas empregado para descrever o funcionamento de um sistema econômico a partir de suas relações (equações). É uma abordagem dinâmica que visa explicar a evolução das variáveis dependentes.

Dependendo da forma como é modelada, a CRT permite efeitos de *spillovers* entre as variáveis endógenas e exógenas. Os *spillovers* surgem quando a variável endógena aparece como variável exógena defasada em outra equação, gerando uma dinâmica interativa, além de denotar a persistência de determinados choques. Os choques ocorrem em virtude da variação de alguma variável independente (incluído nesse caso as variáveis dependentes defasadas). Deste modo, a denominação Reação em Cadeia significa as respostas intertemporais da variável dependente de interesse perante alterações nas variáveis exógenas, respostas que podem se propagar por interações defasadas.

Karanassou e Sala (2010) afirmam que outra característica da CRT é que a trajetória da variável de interesse é influenciada não somente por variáveis estacionárias, mas por variáveis de tendência também. Em particular, no caso do trabalho desses autores, a taxa de desemprego foi a variável dependente de interesse. Na modelagem ela foi influenciada por variáveis estacionárias (como a taxa de juros) e por variáveis de tendência (como o estoque de capital). Com essa construção, o comportamento do desemprego pôde ser analisado *vis-à-vis* choques temporários e permanentes no mercado de trabalho. Essa dissertação também utiliza o emprego como variável dependente de interesse, ou seja, a CRT é construída com o intuito de compreender a dinâmica do mercado de trabalho.

Para formalizar o estudo do emprego via CRT, González e Sala (2013) apresentam três equações:

$$n_t = \alpha_1 n_{t-1} + \beta_1 k_t - \gamma_1 w_t \quad (1)$$

$$l_t = \alpha_2 l_{t-1} + \beta_2 z_t \quad (2)$$

$$w_t = \beta_3 pr_t + \gamma_3 u_t \quad (3)$$

Onde n é o emprego, k é o estoque de capital, w é o salário real, l é a força de trabalho, z é a população em idade ativa, pr é a produtividade do trabalho e u é

a taxa de desemprego. Os parâmetros autoregressivos, α_1 e α_2 , são positivos e menores do que um. Esses parâmetros também denotam o processo de ajuste do emprego e da força de trabalho. Por fim, os β 's e γ 's são constantes positivas.

Assume-se que as variáveis estoque de capital, salário real, produtividade do trabalho e a população em idade ativa são variáveis com taxas de crescimento que se estabilizam no longo prazo. Como todas as variáveis das equações (1), (2) e (3) estão em logaritmo, pode-se obter uma aproximação da taxa de desemprego pela diferença entre a força de trabalho e o emprego:

$$u_t \cong l_t - n_t \quad (4)$$

A taxa de desemprego é estável no longo prazo se $\Delta u_t = 0$, o que ocorre somente quando:

$$\Delta n_t = \Delta l_t \quad (5)$$

Como pôde ser visto na equação (1), o estoque de capital influencia o emprego que, por sua vez, interfere na equação (4), ou seja, na taxa de desemprego. Esse é o mecanismo pelo qual o investimento (estoque de capital) impacta no desemprego utilizando a modelagem da Teoria da Reação em Cadeia. É esse mecanismo que será explorado nessa parte do trabalho.

Procurando explicar a queda do desemprego entre os anos de 1993 a 2006 na Austrália, Karanassou e Sala (2010), por meio de estimativas econométricas, chegaram à conclusão de que a acumulação de capital foi o fator primordial. Para isso, a Teoria da Reação em Cadeia foi utilizada, juntamente com o método de Mínimos Quadrados em Três Estágios (MQ3E), na qual a variável investimento entrou como variável exógena na equação da demanda de trabalho.

Utilizando também a CRT e o método de MQ3E, Karanassou, Sala e Salvador (2008) analisaram o desemprego na Finlândia, Suécia e Dinamarca entre os anos de 1966 a 2005. Como retratado nessa seção, os autores construíram três equações para o mercado de trabalho: demanda de trabalho (equação 1),

oferta de trabalho (equação 2) e fixação dos salários (equação 3), sendo que a variável investimento entrou na demanda de trabalho. É por meio da demanda de trabalho, assim como Karanassou e Sala (2010) procederam, que o investimento impactou no emprego. Os autores concluíram que a Finlândia experimentou uma maior taxa de desemprego comparada com os outros dois países, no início dos anos 90, por causa do maior decréscimo no crescimento da acumulação de capital. Enquanto o crescimento do investimento na Suécia e na Dinamarca sofreu uma queda temporária, na Finlândia a queda de crescimento dessa variável foi permanente, culminando em uma trajetória de desemprego prolongada.

Nesses dois trabalhos a variável investimento funcionou como exógena e a variável financeirização não foi incluída. Esse padrão é abandonado na modelagem de González e Sala (2013). Abrangendo os anos de 1960 a 2009, com o arcabouço da CRT e o método de MQ3E, os autores tentaram explicar o desemprego dos EUA através da acumulação de capital, ao mesmo tempo captando os efeitos da financeirização sobre o investimento. Para obter êxito nessa tarefa, além das equações comumente retratadas em trabalhos que usam a CRT para explorar o mercado de trabalho (equações 1, 2 e 3), eles adicionaram uma quarta equação:

$$\Delta k_t = \alpha_4 \Delta k_{t-1} + \beta_4 f_t + \gamma_4 cu_t + \delta_4 cc_t \quad (6)$$

Onde f é a financeirização, cu é a capacidade utilizada e cc é o custo do capital. Deste modo, não obstante os autores queiram explicar o desemprego por meio da acumulação de capital, a própria acumulação de capital é explicada pela equação 6. González e Sala (2013) tornam endógena a variável investimento, ao contrário dos trabalhos de Karanassou, Sala e Salvador (2008) e Karanassou e Sala (2010), que trataram essa variável como exógena, entrando na equação de demanda de trabalho.

González e Sala (2013) fizeram essa abordagem porque pretendiam captar o efeito da financeirização sobre o desemprego, mas utilizando a acumulação de capital como canal. Nos resultados econométricos obtidos, a financeirização impactou negativamente a acumulação de capital. Feito isso, o próximo passo

foi verificar o efeito da acumulação de capital sobre o mercado de trabalho, o que foi realizado pela demanda de trabalho, na qual a acumulação de capital entrou como exógena. O resultado encontrado foi o de que o investimento auxiliou na criação de postos de trabalho. Deste modo, os autores concluíram que a financeirização prejudicou o mercado de trabalho, uma vez que ela impactou de forma desfavorável o investimento. Essa afirmação vai ao encontro à discussão realizada no capítulo 1, na qual Krippner (2005) e Lucarelli (2012) retrataram a relação perniciosa para os trabalhadores em decorrência da ascensão da financeirização. Em particular, e circunscrito à financeirização, a estratégia de MSV se mostrou prejudicial para o setor produtivo da economia, indo ao encontro dos trabalhos de Lazonick (2011) e Stockhammer (2004). Por fim, o investimento como canal de ligação do impacto negativo do setor financeiro sobre o setor real foi confirmado (Crotty, 2003).

Finda essa seção, a próxima parte da dissertação especifica as equações que são utilizadas, os dados e a metodologia.

3.2 Base de Dados e Metodologia

3.2.1 Dados

A tabela 3 apresenta os dados que foram utilizados para cada variável do modelo. O imobilizado em milhares de reais deflacionado é a *proxy* para a variável taxa de investimento (Δk_{it}). Optou-se pelo imobilizado porque ele captura o capital que a empresa utiliza para expandir suas instalações e capacidade produtiva. Os dados foram obtidos no Economatica (2013).

Os dados da variável salário por setor (sal_{st}) foram obtidos por meio da RAIS (2013). É o salário real médio de cada setor deflacionado.

Tabela 3: Variáveis e Dados

Variáveis	Dados
Δk_{it}	Imobilizado em milhares de reais
sal_{st}	Salário setorial médio em reais
$vendas_{it}$	Receita Operacional menos Imobilizado
$financ_{it}$	Dividendos /Lucro líquido
emp_{st}	Emprego por setor em unidades
pm_{it}	Receita Operacional da empresa /Receita Operacional do setor
$emp_{st}pm_{it}$	emp_{st} multiplicado pelo pm_{it}
$recluc_{it}$	Receita Financeira/Lucro líquido
$recdesp_{it}$	Receita Financeira/Despesa Financeira

Fonte: Elaboração própria

A *proxy* para a vendas por empresa ($vendas_{it}$) é a diferença entre o log da receita operacional em milhares de reais e o log do imobilizado em milhares de reais. Tanto a receita operacional quanto o imobilizado estão deflacionados, e foram obtidos no Economatica (2013). A definição dessa *proxy* é baseada no artigo de González e Sala (2013); eles construíram a produtividade do capital subtraindo o log do produto interno bruto real pelo log do estoque de capital real. No trabalho desses autores, a variável foi utilizada abrangendo toda a economia; aqui a situação é diferente, pois a amostra possui somente algumas empresas, não englobando toda a economia. Ademais, dada à limitação de dados para se aproximar da definição de produto interno bruto, decidiu-se utilizar a receita operacional no lugar de produto interno bruto e o imobilizado no lugar do estoque de capital.

Novamente utilizou-se a RAIS (2013) para obter os dados da variável emprego por setor (emp_{st}), sendo usado o estoque de emprego por setor, em unidades.

A participação de mercado de cada empresa (pm_{it}) foi construída usando a receita operacional da empresa dividida pela receita operacional do setor. O numerador foi obtido na Economatica (2013) e o denominador no IBGE (2013).

A variável $emp_{st}pm_{it}$ representa o emprego setorial ponderado pela participação de mercado de cada empresa. Como não conseguimos dados de emprego para cada empresa, a maneira de contornar essa desvantagem foi

utilizar dados do emprego setorial (emp_{st}) e multiplicá-lo pela participação de cada empresa no setor ao qual pertence (pm_{it}).

Sobre as *proxies* de financeirização, a $financ_{it}$ foi construída usando os dividendos de cada empresa divididos pelo lucro líquido de cada empresa. Alguns trabalhos incluem a receita ou despesa com juros juntamente com os dividendos, como é o caso de González e Sala (2013), e outros deixam apenas os dividendos, podendo citar Dunhaupt (2013) como exemplo. Nesse trabalho optou-se por considerar apenas dividendos no numerador, com base no entendimento de que ele é uma variável crucial para visualizar a estratégia de maximização do valor do acionista. Essa variável é o principal elemento de pesquisa desse trabalho. O aumento na distribuição dos dividendos em relação aos lucros é uma evidência de comportamento em prol do MSV, em favor da remuneração dos titulares de ações da empresa e, por conseguinte, do deslocamento de capital do setor produtivo para o setor financeiro.

Não obstante a *proxy* $financ_{it}$, serão testadas outras *proxies* de financeirização neste trabalho, para que se possa ser o mais abrangente possível na consideração da financeirização. A $recluc_{it}$ é a segunda *proxy* de financeirização. Ela será usada em diferentes regressões para verificar a robustez do impacto da financeirização sobre a taxa de investimento. Essa *proxy* é a divisão da receita financeira pelo lucro líquido.

A última *proxy* para a financeirização é a $recdesp_{it}$. Ela é construída pela divisão da receita financeira pela despesa financeira. Espera-se que o aumento dessa razão prejudique o investimento da firma, o mesmo sendo verdadeiro para a $recluc_{it}$. Como é um dos traços que caracterizam a estratégia de MSV, qual seja, da firma deslocar suas atividades do setor produtivo para o setor financeiro (Lazonick e O'Sullivan, 2000; Krippner, 2005), essas *proxies* captam esse movimento, traduzindo em uma queda do investimento no setor real. Por fim, os dados da $financ_{it}$, $recluc_{it}$ e $recdesp_{it}$ foram obtidos no Economatica (2013).

O número de 52 empresas é o utilizado no estudo desse capítulo; portanto, retirou-se 27 empresas da amostra inicial de 79. Isso se deve ao fato de que

muitas firmas possuíam poucos dados relativos à distribuição de dividendos, a variável de maior interesse nesse capítulo. Em casos nos quais, das 17 observações possíveis para cada empresa entre 1997 a 2013, aproximadamente a metade ou mais da metade das observações careciam de dados sobre a distribuição de dividendos, optou-se por retirar a empresa.

As estatísticas das variáveis podem ser visualizadas na tabela 4. Analisando a média de cada variável, a Δk_{it} apresenta média de 832 milhões de reais, o que denota o crescente aumento do investimento dessas empresas, sendo incrementado a cada período; o salário real possui média de 1775 reais; a taxa média de incremento salarial (Δsal_{st}) é de 101 reais, o que reforça a tendência de aumento do salário real a cada ano no país (visto no capítulo 2); as vendas por empresa tiveram média de 1,06 mil reais (1 mil e 60 reais), lembrando que essa variável está em log e, por isso, o valor baixo da média; a $\Delta venda_{it}$ tem média de 0,03 mil reais (30 reais), ou seja, a cada ano, em média, a receita operacional cresceu em comparação com o imobilizado; o emprego setorial ponderado pela participação de cada empresa ($emp_{stpm_{it}}$) teve média de 55.803 cargos por empresa; a participação de mercado de cada empresa teve média de 8%, o que nos fornece uma evidência do grau de representatividade dessa amostra em relação à totalidade do país: as empresas dessa amostra com 52 empresas geraram, em média, 8% de toda a receita operacional do país; a variável de financeirização teve média de 0,59, isto é, do total do lucro líquido, uma parcela média de 59% dele foi distribuída para os acionistas; a $recluc_{it}$ teve média de 1,84, isto é, a receita financeira foi superior ao lucro líquido em aproximadamente 80% e a $recdesp_{it}$ teve média de 0,7, o que era esperado, em virtude da despesa financeira ter se apresentado sempre superior à receita financeira para essas empresas (gráfico 4).

Tabela 4: Estatísticas das Variáveis

	Δk_{it}	sal_{st}	Δsal_{st}	$vendas_{it}$	$\Delta vendas_{it}$	$emp_{st}pm_{it}$	pm_{it}	$financ_{it}$	$recluc_{it}$	$recdesp_{it}$
obs	832	884	832	860	808	884	884	884	884	884
média	868.799	1775	101	1,06	0,03	55.803	8,18	0,59	1,84	0,70
dp	6.688.794	1204	1135	1,12	0,36	2.18e+05	26,05	3,34	27,01	1,95
mínimo	-2.13e+07	147	-4078	-1,45	-2,19	50,23	0,02	-34,97	-116,26	-3,14
máximo	9.99e+07	6008	3441	5,79	4,63	2.76e+06	327,00	81,38	765,79	33,74

Fonte: Elaboração própria com as estatísticas do *stata*.

Nota: Dp é o desvio-padrão .

Para finalizar a análise dessa tabela, pode-se observar, em todas as variáveis, potenciais *outliers*. As estatísticas de valor mínimo e máximo de algumas variáveis são notavelmente contrastantes com as médias vistas para essas mesmas variáveis. O tratamento desses *outliers* é explicitado na metodologia.

3.2.2 Equações Utilizadas

O modelo dessa dissertação é baseado parcialmente no modelo que González e Sala (2013) utilizaram em seu trabalho. Em um primeiro momento, a variável de investimento é endógena, com a variável de financeirização funcionando como exógena nessa mesma equação. Posteriormente, a demanda de trabalho é estimada, sendo que o investimento entra, dessa vez, como variável exógena. O objetivo é captar o impacto da financeirização sobre o mercado de trabalho, utilizando o investimento como elo entre os dois.

Duas equações são utilizadas, sendo uma para a acumulação de capital e outra para o mercado de trabalho.

A equação de acumulação de capital é a seguinte:

$$\Delta k_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta sal_{st} + \beta_2 vendas_{it} + \beta_3 \Delta vendas_{it} + \beta_4 financ_{it} + \beta_5 financ_{it-1} \quad (7)$$

O termo Δk_{it} representa a taxa da acumulação de capital por empresa ao longo do tempo, isto é, a diferença do nível de investimento entre o período corrente com o nível do investimento no período anterior. É a variável que denota o

investimento por empresa, além de ser a variável dependente; a constante β_0 é o intercepto da equação; Δsal_{st} é a taxa do salário setorial. O seu sinal esperado é positivo, pois, de acordo com González e Sala (2013), o aumento do custo do trabalho incentiva o investimento, uma vez que o investimento se torna relativamente menos custoso.

A segunda variável explicativa é a $vendas_{it}$ de cada empresa, que é uma variável construída baseada na variável produtividade do capital, utilizada no trabalho de González e Sala (2013). Os autores denotam um impacto positivo da produtividade do capital sobre a taxa de investimento, porquanto uma maior produtividade reduz o custo de expandir a capacidade produtiva da empresa. No tocante à variável $vendas_{it}$, como ela é construída pela receita operacional dividida pelo imobilizado, não necessariamente um aumento dessa variável implicaria um aumento na taxa de investimento, pois a receita operacional é formada pelo preço do produto vendido vezes a quantidade vendida desse produto, ou seja, pode ser que o aumento da receita operacional decorra de um aumento dos preços, ao mesmo tempo em que a produção desse produto esteja reduzindo (a firma pode estar se desfazendo de estoques e não incrementando a produção), o que poderia culminar na queda do investimento presente. Portanto, o sinal esperado dessa variável não é muito claro. A intenção de colocá-la no modelo é para ajudar na explicação da taxa de investimento.

A taxa de vendas por empresa é $\Delta vendas_{it}$. Da mesma forma que a variável $vendas_{it}$, o sinal dessa variável não é muito claro, importando mais o controle que ela exerce para as atividades operacionais da firma sobre a taxa de investimento.

A próxima variável é a $financ_{it}$, que representa, em termos mais estritos, a estratégia de *maximizing shareholder value* por empresa, ou a financeirização, em uma conotação mais ampla. É esperado, com base em González e Sala (2013), que ela impacte de forma desfavorável a taxa de investimento, Δk_{it} . Na medida em que as firmas passem a priorizar a remuneração dos acionistas em detrimento às atividades produtivas, o investimento perde espaço, culminando

no decréscimo dessa variável, conforme visto no capítulo 1. Ademais, usa-se uma variável em nível ($financ_{it}$) para explicar outra em taxa (Δk_{it}); isso significa que o nível de MSV afeta a variação do investimento, isto é, a decisão de investir sofre variações no tempo em decorrência do patamar da distribuição de dividendos.

A última variável explanatória é a $financ_{it-1}$, que é a variável de financeirização defasada em um ano. O argumento para usá-la decorre da tentativa de captar o efeito da decisão passada de distribuição de dividendos sobre a decisão de investimento no presente. Com base na $financ_{it}$, espera-se um sinal negativo (González e Sala, 2013).

A segunda equação utilizada é a demanda de trabalho:

$$emp_{st}pm_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 sal_{st} + \alpha_2 vendas_{it} + \alpha_3 \Delta vendas_{it} + \alpha_4 \Delta k_{it} + \alpha_5 \Delta k_{it-1} \quad (8)$$

A variável $emp_{st}pm_{it}$ representa o emprego setorial ponderado pela participação de mercado de cada empresa⁵, sendo a variável dependente. Como não conseguimos dados de emprego para cada empresa, a maneira de contornar essa desvantagem foi utilizar dados do emprego setorial (emp_{st}) e multiplicá-lo pela participação de cada empresa no setor ao qual pertence (pm_{it}). Desse modo, obtém-se $emp_{st}pm_{it}$, o emprego setorial ponderado pela participação de mercado de cada empresa, que é a multiplicação de emp_{st} por pm_{it} ; α_0 é a constante; sal_{st} é o salário por setor. Espera-se um impacto negativo dessa variável sobre o emprego, seguindo González e Sala (2013).

⁵ Como o capítulo estuda o comportamento das empresas, procurou-se, peremptoriamente, utilizar variáveis relativas às empresas, o que é o caso das seguintes variáveis: $\Delta k_{it}, \Delta k_{it-1}, vendas_{it}, \Delta vendas_{it-1}, financ_{it}$ e $financ_{it-1}$. Não conseguindo variáveis relativas ao emprego e salário por empresa, essas foram obtidas em escala setorial: $sal_{st}, \Delta sal_{st}$ e emp_{st} . Com a multiplicação de emp_{st} por pm_{it} , e a formação da variável $emp_{st}pm_{it}$, conseguiu-se uma variável relativa à cada empresa.

A variável $vendas_{it}$ é a vendas por empresa e a $\Delta vendas_{it}$ é a taxa de vendas por empresa. Como foi explicado antes, o sinal dessas duas variáveis não é muito claro.

As duas últimas variáveis independentes dessa equação são Δk_{it} e Δk_{it-1} . Essas duas variáveis representam a influência da taxa de investimento de cada empresa sobre o emprego, sendo a segunda defasada em um período. Conforme González e Sala (2013), o sinal esperado de ambas é positivo.

Todas as variáveis estão em log e os subscritos i , s e t representam, respectivamente, empresa, setor e tempo.

A próxima subseção descreve os dados que foram utilizados.

3.3.3 Metodologia

O método que é utilizado nessa dissertação é o de Mínimos Quadrados em Dois Estágios (MQ2E), todavia, uma alteração é realizada na equação reduzida da variável dependente taxa de investimento, de modo que o objetivo desse método nessa dissertação não é instrumentalizar a variável taxa de investimento, mas sim auxiliar na sua explicação. Os próximos parágrafos descrevem o MQ2E e retratam essa diferença com o MQ2E padrão. De acordo com Wooldridge (2009), utilizando a seguinte equação:

$$y_1 = \beta_0 + \beta_1 y_2 + \beta_2 z_1 + u_1 \quad (9)$$

Na qual os y_i 's representam as variáveis endógenas, os z_i 's as variáveis exógenas e o u_1 é o termo de erro aleatório. Como y_2 é uma variável endógena, e aparece como variável exógena, deve-se buscar uma maneira de estimá-la, pois, caso contrário, o modelo incorreria no problema da endogeneidade e os parâmetros seriam viesados e inconsistentes (Wooldridge, 2009).

Suponha que z_2 e z_3 estão excluídos da equação 9, mas que sejam correlacionados com y_2 . Considera-se também que essas variáveis não são

correlacionadas com o termo de erro u_1 . Como há mais de uma variável que é correlacionada com y_2 , devemos encontrar uma combinação linear entre elas que seja altamente correlacionada com y_2 . A equação que coloca y_2 como variável dependente, conhecida como equação na forma reduzida, é escrita abaixo:

$$y_2 = \pi_0 + \pi_1 z_1 + \pi_2 z_2 + \pi_3 z_3 + v_2 \quad (10)$$

Possivelmente v_2 é correlacionado com o termo de erro u_1 da equação 9, o que torna y_2 uma variável endógena na equação 10. Nessa equação 10, o termo de erro v_2 tem média zero e os z_i 's não são correlacionados com esse erro. Deste modo, a equação 10 pode ser reescrita do seguinte modo:

$$y''_2 = \pi_0 + \pi_1 z_1 + \pi_2 z_2 + \pi_3 z_3 \quad (11)$$

Note que y_2 é agora chamado de y''_2 , que representa a melhor combinação linear dos z 's para estimar o y_2 . Para y''_2 não ser perfeitamente correlacionado com z_1 , π_2 ou π_3 devem ser diferentes de zero. Regredindo y''_2 com z_1 , z_2 e z_3 , obtemos os valores ajustados:

$$\hat{y}_2 = \hat{\pi}_0 + \hat{\pi}_1 z_1 + \hat{\pi}_2 z_2 + \hat{\pi}_3 z_3 \quad (12)$$

Possuindo $\hat{y}_2$, pode-se usá-lo para estimar y_2 na equação 9. Esse processo é o MQ2E, sendo o primeiro estágio a regressão da equação 12 e o segundo estágio a regressão da equação 9.

A diferença do MQ2E descrito até aqui, com a forma que é utilizada nesse capítulo, é que a variável y_2 não seria instrumentalizada, mas sim explicada; uma equação seria construída para compreender a sua variação. Em particular, com base na equação 9, Wiggins (2015) denota que a variável endógena y_2 seria estimada com o intuito de explicar a sua variação, não necessariamente instrumentalizá-la, utilizando para isso uma determinada quantidade de variáveis exógenas, isto é:

$$y_2 = \pi_0 + \pi_1 x_1 + \pi_2 x_2 + \pi_3 x_3 + \dots + \pi_n x_n + e_1 \quad (13)$$

Sendo os x 's as variáveis exógenas. Posteriormente à estimação da equação (13), os valores preditos da variável y_2 são utilizados na equação (9), conseguindo, desta maneira, captar a influência da variável y_2 sobre a variável y_1 , ao mesmo tempo tendo explicado a variação da variável y_2 por meio da equação (13). Todavia, para que os erros padrões estejam corretos, é necessário ajustar a matriz de covariância após a realização desse método.

A escolha desse método se deve à sua característica de permitir a estimação de variáveis que aparecem em determinada equação como exógenas, mas são elas mesmas endógenas, podendo construir outras equações para explicar essa variável. Esse traço vai de encontro com o objetivo desse trabalho, uma vez que, em um primeiro momento, busca-se uma relação da financeirização no desempenho das empresas, ou seja, o impacto da financeirização sobre o investimento, que foi formalizado na equação 7. Posteriormente, para entender o impacto da financeirização sobre o emprego, o investimento entra na equação de demanda de trabalho (equação 8). O impacto da financeirização sobre o mercado de trabalho é indireto, possuindo o investimento como o canal que liga os dois pontos. Por isso o MQ2E se adequa ao objetivo proposto, pois este permite que a regressão ocorra de forma indireta, regredindo a variável que funciona tanto como endógena (no primeiro estágio) quanto como exógena (no segundo estágio).

Dissertado esse método, o próximo passo dessa seção é descrever a forma como as regressões serão estimadas. Quando a base de dados possui *outliers* que potencialmente podem prejudicar as estimações, uma maneira de contornar esse problema é regredir o modelo de forma robusta (Li, 1985). Outra vantagem da regressão robusta, de acordo com Wooldridge (2009), é que ela elimina o problema da heterocedasticidade. Assim, e considerando os *outliers* vistos na tabela 4, as regressões serão estimadas de forma robusta.

Deste modo, cabe investigar o problema da autocorrelação. Uma maneira de detectar a autocorrelação de primeira ordem é por um teste proposto por Wooldridge (2009). Iniciando pela equação estrutural:

$$y_{t1} = \beta_0 + \beta_2 x_{t1} + \beta_3 x_{t2} + \beta_{k-1} x_{tk} + u_t \quad (14)$$

Na qual o y_{t1} é a variável endógena e os x_t 's as variáveis exógenas. Deve-se estimá-la utilizando o MQO para obter o resíduo $\hat{u}_t$. Posteriormente, cria-se o resíduo defasado em um período, que vai entrar como variável exógena na equação (14). Entretanto, diferentemente da equação (14), a variável dependente não mais será o y_{t1} , mas sim o próprio resíduo obtido por sua estimação:

$$\hat{u}_t = \beta_0 + \beta_2 x_{t1} + \beta_3 x_{t2} + \beta_{k-1} x_{tk} + p \hat{u}_{t-1} + erro_t \quad (15)$$

Caso o valor da estatística t do coeficiente p seja significativo, rejeita-se a hipótese nula de que a autocorrelação de primeira ordem está ausente. Para testar a autocorrelação de ordens superiores, basta acrescentar o resíduo $\hat{u}_t$ defasado em mais de um período na equação (15):

$$\hat{u}_t = \beta_0 + \beta_2 x_{t1} + \beta_3 x_{t2} + \beta_{k-1} x_{tk} + p \hat{u}_{t-1} + p_k \hat{u}_{t-k} + erro_t \quad (16)$$

Nesse caso, deve-se usar a estatística F para testar a hipótese nula de que todos os coeficientes dos resíduos defasados são iguais a zero. Essa estatística pode ser calculada da seguinte maneira:

$$F = (R_{ur}^2 - R_r^2)/q / (1 - R_{ur}^2)/(n - k - 1) \quad (17)$$

O termo R_{ur}^2 é o coeficiente de determinação da regressão com todos os resíduos defasados (regressão não restrita); o R_r^2 é o coeficiente de determinação para a regressão com todos os resíduos defasados, com exceção do resíduo de maior defasagem (regressão restrita); q é a diferença entre os graus de liberdade da regressão restrita com a regressão não restrita; e $n - k - 1$ são os graus de liberdade da regressão não restrita. Essa estatística é comparada com o valor F tabelado. Sendo $F_{q,n-k-1}$.

Na situação em que a autocorrelação seja detectada, ela pode ser mitigada com o uso do erro padrão de Newey West. Não somente a autocorrelação seria amenizada, como também a heterocedasticidade (Newey e West, 1987). Portanto, como a autocorrelação é detectada nas estimações (seção 3.3), utilizou-se o erro padrão de Newey West. Ademais, como uma das possíveis

consequências da autocorrelação é a subestimação dos erros padrões (Gujarati, 2000), o uso do erro padrão de Newey West aumentaria os valores dessa estatística.

O próximo passo é descrever o teste de endogeneidade, cujo propósito é verificar se a variável y_2 na equação 9 é realmente endógena. Wooldridge (2009) propõe estimar a variável em análise, o y_2 , com todas as variáveis exógenas, tanto as da forma estrutural quanto as da forma reduzida. Seja a equação na forma estrutural:

$$y_1 = \beta_0 + \beta_1 y_2 + \beta_2 z_1 + \beta_3 z_2 + u_1 \quad (18)$$

A equação na forma reduzida é:

$$y_2 = \pi_0 + \pi_1 z_1 + \pi_2 z_3 + \pi_3 z_4 + v_2 \quad (19)$$

Estimando y_2 com todas as variáveis exógenas das equações 18 e 19:

$$y_2 = \delta_0 + \delta_1 z_1 + \delta_2 z_2 + \delta_3 z_3 + \delta_4 z_4 + v_2 \quad (20)$$

Com isso, é obtido o $\hat{v}_2$. Esse resíduo é, então, colocado na equação estrutural (equação 18). Posteriormente à regressão dessa equação, caso o valor da estatística t do coeficiente de $\hat{v}_2$ seja significativo, conclui-se que y_2 é endógena. Esse teste será realizado com a variável taxa de investimento, para verificar se é realmente necessário tratá-la como endógena. Esse teste é conhecido como teste de Hausman.

Sobre as *dummies*, algumas modificações foram feitas em relação à tabela 5 no anexo, que retrata os quatorze setores e as empresas que pertencem a cada um deles. Para que a mesma empresa não entrasse em diferentes *dummies*, retirou-se as empresas que constavam em mais de um setor, deixando que ela permanecesse em apenas um setor. O critério foi deixá-la no setor no qual ela mais exercesse suas atividades, de acordo com a classificação setorial da Bovespa. Apenas três setores sofreram modificações. O setor 1 passou a ter somente a Vale, o setor 5 somente a Fibria e o setor 6

somente a Klabin. Por fim, todas as regressões serão estimadas em *pooled regression*⁶.

A próxima seção discute os resultados obtidos.

3.3 Discussão dos Resultados

Diferentes formas funcionais serão regredidas, o que é uma maneira de verificar a robustez das estimações, em especial, as relativas à variável de maior interesse, a $financ_{it}$. No total, cinco formas funcionais serão utilizadas, sendo que somente o primeiro estágio sofre variações, permanecendo o segundo estágio na forma funcional retratada na equação 8. A tabela 6 resume as formas funcionais que o primeiro estágio assume.

Tabela 6: Formas Funcionais do Primeiro Estágio

	Formas Funcionais
1	$\Delta k_{it} = \Delta sal_{st} + vendas_{it} + \Delta vendas_{it} + financ_{it} + financ_{it-1}$
2	$\Delta k_{it} = \Delta sal_{st} + vendas_{it} + \Delta vendas_{it} + financ_{it} + financ_{it-1} + d1-d13$
3	$\Delta k_{it} = \Delta sal_{st} + vendas_{it} + \Delta vendas_{it} + financ_{it} + financ_{it-1} + recluc_{it} + d1-d13$
4	$\Delta k_{it} = \Delta sal_{st} + vendas_{it} + \Delta vendas_{it} + financ_{it} + financ_{it-1} + recdesp_{it} + d1-d13$
5	$\Delta k_{it} = \Delta sal_{st} + vendas_{it} + \Delta vendas_{it} + financ_{it} + financ_{it-1} + recluc_{it} + recdesp_{it} + d1-d13$

Fonte: Elaboração própria.

Iniciando a análise, a tabela 7 retrata as estimações do primeiro estágio, com a variável Δk_{it} sendo a dependente⁷. Para reduzir a influência de *outliers* nas estimações, todas as regressões utilizaram erros padrões robustos. Foi detectado o problema da autocorrelação em todas as formas funcionais, sendo a autocorrelação de ordem 1 presente nas formas funcionais 1, 2, 4 e 5 e a

⁶ Não foi utilizado efeitos fixos ou efeitos aleatórios, porque ao rodar os dados no *Stata* as variáveis exógenas que apareciam no primeiro estágio eram automaticamente incluídas no segundo estágio, descaracterizando o modelo descrito nesse capítulo. Isso reforça a maneira de estimar MQ2E de Wiggins (2015), que permite a separação das variáveis que serão utilizadas em cada estágio.

⁷ Essa tabela foi colocada no anexo porque, como a autocorrelação foi detectada em todas as formas funcionais, considerou-se que ficaria repetitivo apresentá-la e, logo depois, apresentá-la sem o problema da autocorrelação.

autocorrelação de ordem 2 na forma funcional 3. Para solucionar esse problema utilizou-se erros padrões de Newey-West ajustados pela ordem da autocorrelação.

A tabela 8 exibe as estimativas do primeiro estágio com o problema da autocorrelação mitigado. Conforme apontado por Gujarati (2000), os erros padrões aumentaram de valor, uma vez que a autocorrelação subestima os seus valores.

Tabela 8: Estimações do primeiro estágio com a autocorrelação corrigida

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Δsal_{st}	-0.000215 (0.0147)	-0.000049 (0.0146)	-0.00401 (0.0149)	0.00647 (0.0140)	0.00674 (0.0128)
$vendas_{it}$	0.00457 (0.00762)	-0.00532 (0.00934)	-0.00489 (0.00968)	-0.000421 (0.00934)	0.000252 (0.0116)
$\Delta vendas_{it}$	-0.832*** (0.0515)	-0.830*** (0.0487)	-0.835*** (0.0476)	-0.819*** (0.0568)	-0.822*** (0.0655)
$financ_{it}$	-0.0458*** (0.0106)	-0.0435*** (0.0107)	-0.0366** (0.0125)	-0.0406*** (0.0109)	-0.033*** (0.0106)
$financ_{it-1}$	0.0266* (0.0135)	0.0318* (0.0139)	0.0325* (0.0147)	0.0286* (0.0136)	0.0281** (0.013)
$recluc_{it}$			-0.0176* (0.00718)		-0.015** (0.0073)
$recdesp_{it}$				0.000311 (0.00462)	0.00289 (0.00467)
d1		0.0373 (0.0528)	0.0155 (0.0499)	0.0404 (0.0558)	-0.00188 (0.0522)
d2		-0.0648 (0.0332)	-0.0679* (0.0335)	-0.0416 (0.0335)	-0.0387 (0.0374)
d3		-0.0496 (0.0315)	-0.0496 (0.0320)	-0.0482 (0.0319)	-0.0491 (0.0366)

d4		-0.0111 (0.0312)	-0.00571 (0.0321)	-0.0132 (0.0309)	-0.0207 (0.0358)
d5		-0.0133 (0.0541)	0.0313 (0.0577)	0.00350 (0.0532)	-0.0209 (0.0562)
d6		-0.176 (0.102)	-0.184 (0.111)	-0.160 (0.0991)	-0.148* (0.0733)
d7		-0.0706* (0.0313)	-0.106** (0.0368)	-0.0720* (0.0313)	-0.0785* (0.0350)
d8		-0.0219 (0.0333)	-0.0235 (0.0336)	-0.0239 (0.0366)	-0.0501 (0.0400)
d9		-0.0411 (0.0331)	-0.0391 (0.0335)	-0.0347 (0.0349)	-0.0389 (0.0398)
d10		-0.0427 (0.0320)	-0.0445 (0.0310)	-0.0388 (0.0326)	-0.0498 (0.0348)
d11		0.0194 (0.0353)	0.0200 (0.0385)	0.0252 (0.0353)	0.0291 (0.0408)
d12		-0.0505 (0.0357)	-0.0558 (0.0369)	-0.0520 (0.0399)	-0.0568 (0.0462)
d13		0.0629 (0.0760)	0.0735 (0.0768)	0.0644 (0.0799)	0.0450 (0.0702)
constante	0.130** (0.0447)	0.142* (0.0595)	0.183** (0.0626)	0.129* (0.0602)	0.190** (0.0627)
N	623	623	606	575	568
F	56.19***	20.92***	21.03***	15.44***	14.33***
Hausman	0.10*	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***

Fonte: Elaboração própria com os resultados da pesquisa.

Notas: Entre parênteses estão os erros padrões; *** é significativa a 1%, ** a 5% e * a 10%. F é o teste F da regressão. Hausman é o teste de endogeneidade, com o p valor.

O teste de Hausman, que considera as duas equações do modelo, isto é, as equações 7 e 8, indicou que a taxa de investimento é uma variável endógena em todas as regressões e, por isso, o modelo estaria incorreto caso a tratasse

como exógena, tornando, desse modo, oportuno a estimação de uma equação para explicá-la.

Analisando as variáveis, a taxa de vendas foi significativa e negativa em todas as regressões. Portanto, o aumento da razão receita operacional/imobilizado não auxiliou no aumento da taxa de investimento. As razões para isso podem decorrer, como já explicado, do aumento da receita operacional ocorrendo não necessariamente do aumento da produção, mas simplesmente pelos preços. A taxa de salário e a vendas não foram significativas em nenhuma regressão.

A variável de interesse, a $financ_{it}$, foi significativa a 1% em todas as regressões, com exceção da forma funcional 3, na qual foi significativa a 5%, e apresentou sinal negativo em todas as formas funcionais, evidenciando a robustez desse resultado. Esse resultado vai ao encontro da literatura sobre a financeirização e maximização do valor do acionista (Stockhammer, 2004; González e Sala, 2013). A financeirização das empresas tem impactado negativamente a taxa de investimento. O setor produtivo é afetado de modo adverso pelo uso das finanças quando ela é conduzida em prol dos acionistas e do mercado financeiro. Esse resultado confirma a relação vista no capítulo 2 entre a maior distribuição de dividendos e a redução do investimento (gráficos 11 e 13).

Todavia, há uma ressalva a ser feita. O ponto é - como foi visto no capítulo 2 - a dinâmica de distribuição de dividendos dessas empresas, que destoa do padrão retratado na literatura. Nos países em que a estratégia de MSV foi detectada, os dividendos são gerados principalmente por meio do setor financeiro, a firma passa a especular e a depender das receitas financeiras não somente para remunerar os seus acionistas, mas também para colocar em funcionamento suas operações (Lapavitsas, 2009; 2011). No caso das empresas dessa amostra, a hipótese é a de que o setor produtivo é quem gera o lucro que é distribuído posteriormente (capítulo 2).

Esse comportamento ajuda a entender o sinal positivo da variável $financ_{it-1}$. Pelo gráfico 14, observou-se que a distribuição de dividendos permaneceu em elevado patamar ao longo dos anos de 1997 a 2013. O maior pagamento de

dividendos exigiu o aumento das operações no setor produtivo dessas firmas para compensar o declínio do capital disponível, mas pode ser que esse ajuste tenha ocorrido com uma defasagem de um período. Não estamos afirmando que o aumento do pagamento de dividendos auxilia no aumento do investimento, haja vista a literatura sobre o MSV e o sinal encontrado da variável $financ_{it}$. A questão é que, como as firmas demonstraram um viés produtivo, se comparado com o desempenho delas no setor financeiro (principalmente no tocante ao resultado financeiro), o maior pagamento de dividendos em t pode ter funcionado como um incentivo para a firma expandir sua produção, de modo a compensar a baixa no capital acarretada pelos dividendos. Entretanto, esse efeito teria defasagem de um período. Isso reforça as conclusões do capítulo 2, na ênfase dessas firmas no setor produtivo e não no setor financeiro. Ademais, ela foi significativa a 10% em todas as formas funcionais, com exceção da última, quando foi a 5%, e apresentou coeficiente inferior ao da $financ_{it}$, com a exceção sendo novamente na última regressão.

Sobre as outras *proxies* de financeirização, a $recdesp_{it}$ não foi significativa, ao contrário da $recluc_{it}$, que foi significativa e negativa. A justificativa desse resultado é similar com a usada pela $financ_{it}$. A guinada das empresas no setor financeiro de fato prejudica a taxa de investimento.

A maioria das *dummies* não foi significativa, mas atenderam ao objetivo de controlar o efeito setorial das firmas. Sem elas, conforme pode ser visto na forma funcional 1, a variável de financeirização apresentou o maior valor do coeficiente entre todas as regressões.

A tabela 9 apresenta os resultados dos testes de autocorrelação⁸. Como ocorreu com o primeiro estágio, todas as regressões apresentaram esse problema. A autocorrelação de segunda ordem ocorreu nas formas funcionais 1 e 4, e a autocorrelação de ordem 3 nas formas funcionais 2, 3 e 5. Todos esses problemas foram mitigados pelo uso do Newey-West.

⁸ Está no anexo, por motivos semelhantes aos usados para a tabela 7.

Tabela 10: Estimações do segundo estágio com a Autocorrelação corrigida

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
sal_{st}	-0.564*** (0.159)	-0.499** (0.179)	-0.522** (0.187)	-0.544** (0.170)	-0.538** (0.196)
$vendas_{it}$	-0.382** (0.126)	-0.410** (0.132)	-0.387** (0.140)	-0.396** (0.134)	-0.397** (0.154)
$\Delta vendas_{it}$	-0.267 (1.809)	7.008*** (1.899)	6.493*** (1.911)	7.165*** (1.903)	7.663*** (2.153)
Δk_{it}	-0.973 (2.172)	7.815*** (2.285)	7.192** (2.271)	8.113*** (2.320)	8.736*** (2.610)
Δk_{it-1}	-0.500* (0.224)	-0.497* (0.219)	-0.437 (0.228)	-0.444 (0.296)	-0.390 (0.307)
constante	18.38*** (1.167)	17.40*** (1.317)	17.52*** (1.382)	17.70*** (1.242)	17.59*** (1.439)
N	538	538	515	483	475
F	5.93***	9.06***	7.36***	8.29***	7.42***

Fonte: Elaboração própria com os resultados da pesquisa.

A tabela 10 retrata as estimações do segundo estágio para as 52 empresas com o uso de erros padrões de Newey-West, tendo a variável emprego setorial ponderada pela participação de cada empresa como dependente. O salário e a vendas foram significativos em todas as formas funcionais, sempre com sinal negativo. O sinal do salário ocorreu como o esperado. A taxa de vendas só não foi significativa na primeira forma funcional, apresentando significância estatística em todas as outras regressões, sempre com sinal positivo.

A taxa de investimento, agora entrando como variável exógena, foi significativa a 1% em todas as formas funcionais, com exceção da primeira, sempre com sinal positivo e apresentando elasticidade maior do que a unidade. Esse resultado denota o impacto positivo da taxa de investimento sobre o emprego, ao mesmo tempo mostrando a importância do MSV sobre o desempenho das empresas; como a $financ_{it}$ impacta negativamente a taxa de investimento, e essa, por sua vez, atinge positivamente o emprego, o comportamento de MSV termina, em última instância, por prejudicar o mercado de trabalho da economia, ao arrefecer o investimento. Essa relação segue a literatura exposta no capítulo 1, que demonstrou o impacto negativo do MSV sobre o mercado de

trabalho, utilizando o investimento como mecanismo de ligação das finanças com o setor produtivo.

A Δk_{it-1} foi significativa a 10% e com sinal negativo nas duas primeiras formas funcionais. Esse sinal é contrário ao esperado. Considerando a sua baixa elasticidade, o fato de ter sido significativa somente em duas regressões e a própria significância prevalecer somente à 10%, conotam que esse resultado não merece muita atenção. O fato de ser inelástico o seu coeficiente denota que o impacto da taxa de investimento sobre o emprego ocorre primordialmente no período corrente, perdendo influência sobre a criação de vagas no período passado.

Em suma, as regressões realizadas nas cinco formas funcionais apresentaram o mesmo padrão, no qual a variável de financeirização afetou de modo adverso a taxa de investimento que, por sua vez, impactou positivamente sobre o emprego. A conclusão é de que o comportamento de MSV influi no comportamento do investimento dessas empresas, com efeitos sobre o mercado de trabalho. Todavia, deve-se considerar a dinâmica de geração dos dividendos e a reduzida relevância de variáveis financeiras, como a receita financeira e o lucro financeiro em relação às variáveis do setor produtivo nessas empresas, pois é o setor produtivo que gera o *quantum* a ser distribuído aos acionistas, o que representa uma diferença em relação ao padrão da estratégia de MSV retratado na literatura. Ademais, os resultados merecem ser vistos com parcimônia, dada a quantidade de empresas contidas na amostra, o desenvolvimento do mercado acionário brasileiro e a reduzida quantidade de empresas de capital aberto no país.

3.4 Conclusão

À luz das conclusões do capítulo 2, de que as empresas analisadas obtiveram lucros somente por parte do setor produtivo, tendo auferido seguidos prejuízos financeiros no setor financeiro, esse capítulo aprofundou essa investigação. O objetivo foi relacionar as atividades dessas firmas no setor financeiro e o impacto delas no setor produtivo. Especificamente, como a distribuição de

dividendos afetou o investimento e, por conseguinte, qual o efeito dessa relação sobre o mercado de trabalho.

Os resultados econométricos seguiram a literatura sobre financeirização do capítulo 1 no tocante à relação entre o setor financeiro e o setor produtivo. O efeito prejudicial da distribuição de dividendos sobre a capacidade de investir da firma foi confirmado pelas estimações. Desse modo, ainda que distante dos padrões vistos nas economias dos EUA e da Inglaterra, a financeirização do Brasil apresenta efeitos adversos para o setor produtivo. A estratégia de *maximizing shareholder value*, da mesma forma que o processo de financeirização, exibiu efeitos perniciosos para a economia.

Entretanto, ressalvas devem ser feitas sobre esses resultados. A primeira é de que a amostra com 52 empresas não representa a economia brasileira por inteiro; a segunda é sobre o reduzido grau de desenvolvimento do setor acionário; por fim, o capítulo 2 mostrou que a distribuição de dividendos decorre principalmente do desempenho do setor produtivo, e não do setor financeiro, se distanciando da literatura sobre MSV nesse quesito.

CONCLUSÃO

Esse trabalho investigou 79 empresas não-financeiras de capital aberto que operaram no Brasil entre os anos de 1997 a 2013, a princípio, com o intuito de entender o funcionamento delas e, posteriormente, comparar com a estratégia de MSV. Feito isso, o próximo passo foi verificar o impacto do comportamento no setor financeiro sobre o setor produtivo por essas firmas.

O capítulo 1 descreveu a literatura sobre financeirização e MSV. Descrevendo a trajetória de ascensão das finanças no funcionamento do capitalismo e o impacto delas sobre o setor produtivo. Um dos meios pelos quais o setor financeiro influencia o setor produtivo é pelo MSV, estratégia na qual as empresas passam a seguir as diretrizes do mercado financeiro, se afastando de atividades produtivas, com impacto sobre os trabalhadores.

Com esse arcabouço teórico, o capítulo 2 investigou as 79 empresas de capital aberto, procurando entender a lógica de funcionamento delas, com ênfase em variáveis relativas ao MSV. A conclusão foi a de que essas firmas estão em uma fase incipiente da financeirização, uma vez que são as variáveis relativas ao setor produtivo e não às do setor financeiro que guiaram as operações dessas empresas. Por outro lado, a distribuição de dividendos ocorreu em elevado patamar, similar ao visto internacionalmente, se aproximando do MSV.

O capítulo 3 completou a análise sobre essas empresas. Relacionou o comportamento no setor financeiro sobre o setor produtivo, concretizando o objetivo dessa dissertação, de investigar se há o MSV nessas empresas e o impacto dele sobre o mercado de trabalho. Utilizando o investimento como elo entre os dois setores, os resultados econométricos seguiram a literatura retratada no capítulo 1; de fato, a distribuição de dividendos impacta desfavoravelmente sobre o investimento e, por conseguinte, sobre o mercado de trabalho.

Antes de cravar uma conclusão acerca desses resultados, ressalvas foram feitas: a amostra utilizada não compreende toda a economia brasileira, o baixo grau de desenvolvimento do mercado acionário e a dinâmica que gera os dividendos que são distribuídos. No primeiro caso, como pôde ser visualizado na média da participação de mercado (tabela 4), as empresas não atingem a marca de 10% do total de receitas operacionais do país.

Relativo ao segundo caso, como é apontado por Sant'Anna (2009), o mercado acionário brasileiro se concentra em poucas operações, quais sejam, reestruturação de dívidas, fusões e aquisições e fornecimento de capital de giro. Não servindo como fonte de financiamento de longo prazo, cabendo essa tarefa aos bancos públicos, notadamente ao BNDES.

Por fim, como foi mostrado no capítulo 2, a distribuição de dividendos decorre dos resultados do setor produtivo, uma vez que as contas financeiras se mostraram *deficitárias* para essas firmas. O lucro financeiro não existiu, ao contrário do lucro não-financeiro, que foi o responsável pelo lucro líquido positivo que essas empresas apresentaram (gráfico 7).

Apesar dessas ressalvas - e com a razoável suposição de que o mercado acionário brasileiro tende a se desenvolver e as empresas de capital aberto do país tendem a aumentarem em número com os anos -, é importante perceber o potencial de desacelerar o crescimento econômico que o setor financeiro possui. Mais do que isso, caso a estratégia de MSV se difunda para a economia como um todo, bem como a financeirização, isso representaria novos desafios e riscos para o país, haja vista os resultados econométricos, consubstanciados no impacto negativo da distribuição de dividendos sobre o investimento e o mercado de trabalho.

Seguindo esse raciocínio, pode-se questionar qual o impacto do MSV sobre a desigualdade de renda, pois, se de um lado o mercado de trabalho é afetado, gerando perda de empregos e queda de renda para os trabalhadores, por outro, os acionistas recebem maior remuneração, bem como os gerentes e altos funcionários. Há uma crescente disparidade na renda entre essas

classes, com a provável consequência de agravamento na desigualdade de renda. É o conflito distributivo tendendo a prejudicar os trabalhadores.

Medidas para reduzir esse processo podem ser empreendidas, como um maior auxílio público para os trabalhadores ou programas de qualificação de mão-de-obra, mas, considerando o crescente enraizamento da financeirização na economia brasileira, pode ser que essas medidas se tornem meros paliativos para um processo estrutural em formação. O MSV é somente um canal pelo qual a financeirização afeta os trabalhadores; há outros, pouco explorados nessa dissertação, como a difusão de fundos mútuos e fundos de pensão e o redirecionamento de políticas públicas a favor do mercado financeiro em detrimento aos trabalhadores.

Por fim, vale dizer que essa dissertação não considera o sistema financeiro deletério para os trabalhadores ou para a economia doméstica. O sistema financeiro possui importantes funções para o funcionamento do capitalismo, como o crédito, alocação de poupança para o investimento, fornecimento de empréstimos de longo prazo, entre outras. O ponto é que o desenvolvimento do sistema financeiro desde os anos 70 criou riscos para a estabilidade financeira e econômica; a proeminência do lucro financeiro e as consequências que surgem pela sua busca são empecilhos que devem ser estudados e revertidos, pois desequilíbrios do setor financeiro se propagam para o setor produtivo, com danos sobre o bem estar das famílias.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AITKEN, R. The Financialization of Micro-Credit. **Development and Change**, v. 44, n. 3, p. 473-499, 2013.

ARANDIA, A. K. O Mercado de Trabalho Frente à Crise dos Anos 80 e aos Planos de Estabilização. **Indicadores Econômicos FEE**, v. 18, n. 4, p. 148-164, 1991.

ARRIGHI, G. **The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of our Times**. Verso, 1994. 416p.

BALTAR, P. **Crescimento da Economia e Mercado de Trabalho no Brasil**. Rio de Janeiro: IPEA, 2015. 58p. (Texto para discussão, 2036).

BELLUZZO, L. G., ALMEIDA, J. **Depois da Queda: A Economia Brasileira da Crise da Dívida aos Impasses do Real**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002. 412p.

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. et al. **Finance-Led Growth Regime no Brasil: Estatuto Teórico, Evidências Empíricas e Consequências Macroeconômicas**. Rio de Janeiro: IPEA, 2009. 28p. (Texto para discussão, 1455).

BRUNO, M. Financeirização e Crescimento Econômico: O Caso do Brasil. **ComCiência**, n. 128, 2011.

CHANDLER, A. D. **The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business**. Cambridge, 1977. 624p.

CHANDLER, A. D. **Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism**. Cambridge. Harvard University, 1994. 780p.

CHANG, H. J. e GRABEL, I. **Reclaiming Development: An Alternative Economic Policy Manual**. Londres, 2004. 256p.

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

CONTRI, A. Uma Avaliação da Economia Brasileira no Governo Dilma. **Indicadores Econômicos FEE**, v. 41, n. 4, p. 9-20, 2014.

COUTO, L. F. **Desenvolvimento, Integração e Assimetrias: Caminhos e Descaminhos da Aproximação Regional na América do Sul**. 2012. 225p. Tese (Doutorado em Relações Internacionais), Universidade de Brasília, Brasília, 2012.

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.

CROTTY, J. **The Realism of Assumptions Does Matter: Why Keynes-Minsky Theory Must Replace Efficient Market Theory as the Guide to Financial Regulation Policy**. University of Massachusetts: Political Economy Research Institute, 2011. 30p. (Working Paper, 113).

DIAZ-ALEJANDRO, C. F. Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash. **Journal of Development Economics**, v.19, n. 1, p. 1-24, 1985.

DORE, R. Financialization of the Global Economy. **Industrial and Corporate Change**, v. 17, n. 6, p. 1097-1112, 2008.

DUNHAUPT, P. The Effect of Financialization on Labor's Share of Income. University of Kalyani, 2013. 20p. (Working Paper, 17).

DYMSKI, G. A. Financial Risk and Governance in the Neoliberal Era. In: CLARK, G. L, DIXON, A. D. e MONK, A. H. (Orgs.) **Managing Financial Risks: From Global to Local**. Oxford University Press, 2009. p. 48-68.

ECONOMATICA (2013): Balanço Patrimonial e Demonstrativo de Resultados 1997-2013.

ERTURK, I. et al. **The Democratisation of Finance? Promises, Outcomes and Conditions**. University of Manchester, 2005. 27p. (Working Paper, 9).

FRENCH, S., LEYSHON, A., WAINWRIGHT, T. Financializing Space, Spacing Financialization. **Progress in Human Geography**, v. 35, n. 6, p. 798-819, 2011.

FRY, M. **Money, Interest, and Banking in Economic Development**. Baltimore and London. The Johns Hopkins University Press, 1988. 592p.

GARAGORRY, J. **Economia e Política no Processo de Financeirização do Brasil (1980-2006)**. 2007. 299p. Tese (Doutorado em Ciências Sociais). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2007.

GIAMBIAGI, F. Rompendo com a Ruptura: O Governo Lula (2003-2010). In: GIAMBIAGI, F. et al. (Orgs.) **Economia Brasileira Contemporânea**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. p. 197-237.

GONZÁLEZ, I. e SALA, H. **Investment Crowding-Out and Labor Market Effects of Financialization in the U.S.** Institute for the Study of Labor (IZA), 2013. 28p. (Working Paper, 7272).

GRABEL, I. Speculation-Led Economic Development: A Post-Keynesian Interpretation of Financial Liberalization Programmes in the Third World. **International Review of Applied Economics**, v. 9, n. 2, p. 127-149, 1995.

GUJARATI, D. **Econometria Básica**. São Paulo. Makron Books, 2000. 845p.

HERMANN, J. Auge e Declínio do Modelo de Crescimento com Endividamento: O II PND e a Crise da Dívida Externa (1974-1984). In: GIAMBIAGI, F. et al. (Orgs.) **Economia Brasileira Contemporânea**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. p. 73-96.

HOSSEIN-ZADEH, I. Flaws in the Marxian Explanations of the Great Recession. **Review of Radical Political Economics**, v. 46, n. 4, p. 473-480, 2014.

HUSSON, M. Unemployment, Working Time and Financialisation: The French Case. **Cambridge Journal of Economics**, v. 39, p. 887-905, 2015.

IBGE (2013): PIA 1997-2013.

JÚNIOR, J. The Use of Currency Derivatives by Brazilian Companies: An Empirical Investigation. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 5, n. 2, p. 205-232, 2007.

KARANASSOU, M., SALA, H. e SALVADOR, F. Capital Accumulation and Unemployment: New Insights on the Nordic Experience. **Cambridge Journal of Economics**, v. 32, pag. 977-1001, 2008.

KARANASSOU, M. e SALA, H. Labour Market Dynamics in Australia: What Drives Unemployment? **The Economic Record**, v. 86, n. 273, p. 185-209, 2010.

KEYNES, J. M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. Nova Cultural, [1936] 1988. 416p.

KRIPPNER, G. R. The Financialization of the American Economy. **Socio-Economic Review**, v. 3, n. 2, p. 173-208, 2005.

LAPAVITSAS, C. Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation. **Historical Materialism**, v. 17, p. 114-148, 2009.

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

LAZONICK, W. From Innovation to Financialization: How Shareholder Value Ideology is Destroying the US Economy. In: WOLFSON, M.H., EPSTEIN, G. (Orgs.) **The Handbook of the Political Economy of Financial Crises**. New York. Oxford University Press, 2011. p. 491-511.

LAZONICK, W. The Financialization of the US Corporation: What Has Been Lost, and How It Can be Regained. The Academic-Industry Research Network, 2012. 42p. (Working Paper, 42307).

LAZONICK, W. e O'SULLIVAN, M. Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance. **Economy and Society**, v. 29, n. 1, p. 13-35, 2000.

LUCARELLI, B. Financialization and Global Imbalances: Prelude to Crisis. **Review of Radical Political Economics**, v. 44, n. 4, p. 429-447, 2012.

MADEIRA, R. Restrições financeiras nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto: A Relevância da Estrutura de Capital para o Investimento. **Revista do BNDDES**, n. 39, p. 69-122, 2013.

MATHIESON, D. J. e ROLDÓS, J. Foreign Banks in Emerging Markets. In: LITAN, R. E., MASSON, P., POMERLEANO, M. (Orgs.) **Open Doors: Foreign Participation in Financial Systems in Developing Countries**. Brookings Institutions Press, 2004. p. 15-55.

MÉDICI, A. C. **O Mercado de Trabalho Brasileiro na Conjuntura Recente (1976-1983)**. Campinas, 1984. Disponível em <
<http://www.abep.nepo.unicamp.br/docs/anais/pdf/1984/T84V01A04.pdf>>.
Acesso em 30 de outubro de 2015.

MILBERG, W. Shifting Sources and Uses of Profits: Sustaining US Financialization with Global Value Chains. **Economy and Society**, v. 37, n. 3, p. 420-451, 2008.

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

MIRANDA, B. **Impactos da Financeirização Sobre a Fragilidade Micro e Macroeconômica : Um Estudo para a Economia Brasileira entre os Anos de 1995-2012**. Tese (Doutorado em Economia). Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2013.

MISHKIN, F. S. Why We Shouldn't Turn our Backs on Financial Globalization. **IMF Staff Papers**, v. 56, n. 1, p. 139, 2009.

MOLLO, M. **Financeirização como Desenvolvimento do Capital Fictício: A Crise Financeira Internacional e suas Consequências no Brasil**. Universidade de Brasília, 2011. 26p. (Texto de Discussão, 358).

MYRDAL, G. **Contra a Corrente**. Rio de Janeiro. Editora Campus Ltda, 1977. 302p.

NEWAY, W. e WEST, K. A Simple, Positive Semi-Definite, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix. **Econometrica**, v. 55, n. 3, p. 703-708, 1987.

NYKO, D. **Integração Regional, Cooperação Financeira e a Atuação do BNDES na América do Sul no Período Recente**. Dissertação (Mestrado em Economia). Universidade Estadual de Campinas, 2011. 118p.

PALLEY, T. I. **Financialization: What it is and Why it Matters**. The Levy Economics Institute, 2007. 31p. (Working Paper, 525).

PAULANI, L. Acumulação Sistêmica, Poupança Externa e Rentismo: Observações Sobre o Caso Brasileiro. **Estudos Avançados**, v. 27, n. 77, 2013.

PIKETTY, T. **Capital in the Twenty-First Century**. Cambridge, Massachusetts London, England. The Belknap Press of Harvard University Press, 2014. 452p.

PLIHON, D. A Ascensão das Finanças Especulativas. **Economia e Sociedade**, v. 5, p. 61-78, 1995.

RAIS (2013): Estoque de Emprego por Setor 1997-2013.

RAMOS, L. e BRITTO, M. **O Funcionamento do Mercado de Trabalho Metropolitano Brasileiro no Período 1991-2002: Tendências, Fatos Estilizados e Mudanças Estruturais**. Rio de Janeiro: IPEA, 2004. 19p. (Texto para Discussão, 1011).

RESENDE, M. O Padrão dos Ciclos de Crescimento da Economia Brasileira: 1947-2003. **Economia e Sociedade**, v. 14, n. 1, p. 25-55, 2005.

RODRIK, D. e SUBRAMANIAN, A. Why Did Financial Globalization Disappoint? **IMF Staff Papers**, v. 56, n. 1, p. 112-138, 2009.

SANT'ANNA, A. Mercado de Capitais: Evolução Recente e Financiamento das Empresas Brasileiras 2004-2007. In: FERREIRA, R., MEIRELLES, B. (Orgs.) **Ensaio Sobre Economia Financeira**. BNDES, 2009. p. 173-194.

SILVA, V. G. **Distribuição de Renda e Crescimento Econômico: Uma Análise à Luz da Financeirização Brasileira**. Tese (Doutorado em Economia do Desenvolvimento). Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. 186p.

STIGLITZ, J. E. Financial Markets and Development. **Oxford Review of Economic Policy**, v. 5, n. 4, p. 55-68, 1989.

STIGLITZ, J. E. Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability. **World Development**, v. 28, n. 6, p. 1075-1086, 2000.

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

STUDART, R. **Investment Finance in Economic Development**. London. Routledge, 1995. 240p.

SWEEZY, P. More (or Less) on Globalization. **Monthly Review**, v. 49, n. 4, p. 1-4, 1997.

SWEEZY, P. Why Stagnation? **Monthly Review**, p. 69-77, 2004.

WIGGINS, V. **Two-Stage Least-Squares Regression**. StataCorp. 2015. Disponível em: <<http://www.stata.com/support/faqs/statistics/instrumental-variables-regression/>>. Acessado no dia 12 de janeiro de 2016.

WILLIAMSON, J. e MAHAR, M. **A Survey of Financial Liberalization**. Essays in International Finance. Princeton University, 1998. 74p. (Working Paper, 211).

WOOLDRIDGE, J. **Introductory Econometrics: A Modern Approach**. South-Western Cengage Learning, 2009. 865p.

ZONENSCHAIN, C. Estrutura de Capital das Empresas no Brasil. **Revista do BNDES**, n. 10, p. 63-92, 1998.

ANEXOS

Tabela 2: Participação de cada empresa por rubrica

Empresas	RO	RF	LO	PF	LL	DF	DB	IMO	LR	DIV
Alpargatas	0,51	0,53	0,16	0,99	0,30	0,22	0,14	0,12	0,30	0,23
Ambev	4,58	4,84	6,77	47,49	7,31	5,18	3,90	2,08	2,83	9,31
Ampla	0,72	1,51	0,56	8,28	-0,08	1,66	0,69	0,66	0,15	0,14
Bardella	0,14	0,30	-0,01	0,36	0,10	0,08	0,04	0,04	0,05	0,12
BRF	2,48	2,30	0,86	-7,71	0,81	2,08	1,79	0,90	0,60	0,55
Buettner	0,05	0,07	0,02	1,31	-0,02	0,12	0,03	0,02	0,00	0,00
Casan	0,16	0,14	0,05	1,41	-0,16	0,25	0,15	0,49	0,01	0,01
Cedro	0,13	0,10	0,05	1,02	0,03	0,09	0,10	0,08	0,10	0,05
CEE-GT	0,52	1,63	0,13	1,74	-0,20	1,04	0,66	0,88	0,19	0,01
CEG	0,36	0,30	0,30	3,73	0,22	0,42	0,25	0,21	0,16	0,18
Celpa	0,40	1,29	0,12	4,32	-0,06	1,10	0,43	0,48	0,08	0,15
Celpe	0,60	0,94	0,40	3,22	0,51	0,70	0,49	0,38	0,11	0,91
Cesp	1,39	1,85	2,65	5,84	-0,90	4,59	5,67	9,23	2,40	1,54
Hering	0,22	0,51	0,12	-1,69	-0,26	0,41	0,20	0,10	0,05	0,12
Coelba	0,88	2,67	1,11	3,75	1,04	1,95	0,88	0,71	0,35	1,82
Coelce	0,53	0,76	0,42	2,62	0,60	0,48	0,37	0,56	0,10	0,82
Comgas	0,72	0,17	0,52	7,14	0,36	0,56	0,53	0,44	0,21	0,64
Adolpho	0,01	0,01	0,00	0,24	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Cosern	0,24	0,73	0,22	-0,44	0,31	0,39	0,25	0,14	0,15	0,62
Cyrela	0,41	0,76	0,41	0,33	0,60	0,37	0,53	0,05	0,48	0,24
DHB	0,07	0,29	0,03	5,63	-0,27	0,48	0,28	0,03	-0,01	0,00
Dimed	0,31	0,12	0,06	-0,09	0,07	0,07	0,01	0,01	0,02	0,04
Dohler	0,09	0,20	0,02	-0,49	0,09	0,05	0,02	0,04	0,19	0,04
Altona	0,03	0,02	0,02	0,62	-0,04	0,06	0,01	0,02	0,00	0,00
Elekeiroz	0,18	0,12	0,03	-0,02	-0,02	0,11	0,04	0,06	0,06	0,04
Embraer	2,83	3,97	2,26	5,16	3,20	2,02	1,69	0,47	1,55	1,90
Energisa	0,37	0,91	0,16	3,00	-0,16	1,04	0,40	0,42	0,04	0,01
Estrela	0,05	0,12	0,01	1,13	-0,02	0,15	0,03	0,01	0,00	0,00
Eternit	0,17	0,32	0,21	-0,20	0,44	0,10	0,01	0,05	0,14	0,59
Eucatex	0,22	0,20	0,13	1,84	-0,14	0,41	0,20	0,27	0,00	0,00
Ferbasa	0,13	0,17	0,12	-1,86	0,19	0,02	0,01	0,08	0,12	0,09
Fibria	1,10	5,28	1,09	-70,47	1,05	4,31	2,61	2,03	1,83	0,89
Taurus	0,13	0,22	0,09	0,95	0,09	0,14	0,07	0,04	0,13	0,07
Fras-le	0,13	0,29	0,09	-0,73	0,10	0,17	0,07	0,04	0,07	0,07
Guararapes	0,51	1,11	0,18	-2,43	0,50	0,14	0,04	0,23	0,18	0,18
IGB	0,39	1,11	0,18	4,18	-0,04	0,90	0,21	0,06	0,15	0,11

Empresas	RO	RF	LO	PF	LL	DF	DB	IMO	LR	DIV
Inepar	0,36	1,18	0,02	7,12	-0,56	0,98	0,54	0,17	0,04	0,05
IOCHPE	0,53	0,24	0,16	1,37	-0,18	0,45	0,31	0,16	0,06	0,10
João Fortes	0,08	0,28	0,05	0,79	0,05	0,15	0,12	0,01	0,03	0,00
Karsten	0,11	0,16	0,04	0,87	0,01	0,15	0,08	0,04	0,07	0,02
Kepler	0,10	0,12	0,03	0,07	-0,06	0,16	0,08	0,03	0,02	0,02
Klabin	1,03	1,29	1,16	-16,10	0,23	2,04	2,05	1,31	0,98	0,70
Light	2,66	5,59	2,58	10,92	-1,00	6,07	3,30	2,36	0,49	1,56
Americanas	1,48	1,48	0,58	24,88	0,54	1,72	1,09	0,12	0,28	0,41
Mangels	0,17	0,28	0,05	-1,70	0,00	0,25	0,15	0,08	0,04	0,01
Marcopolo	0,59	1,16	0,27	-2,11	0,34	0,54	0,37	0,08	0,25	0,31
Mendes	0,02	4,93	-0,03	-24,75	0,17	1,88	0,88	0,01	0,60	0,00
Iguaçu	0,04	0,03	0,01	-0,04	0,02	0,01	0,01	0,01	0,00	0,02
Metisa	0,05	0,03	0,03	-0,26	0,04	0,02	0,01	0,01	0,03	0,02
Minupar	0,07	0,03	-0,01	0,81	-0,13	0,09	0,02	0,03	0,00	0,00
Mundial	0,11	0,25	0,07	0,79	0,06	0,26	0,04	0,07	0,02	0,01
Nadir	0,09	0,05	0,04	0,23	0,05	0,04	0,04	0,06	0,04	0,03
Oderich	0,06	0,06	0,02	0,13	0,01	0,05	0,03	0,01	0,01	0,00
Paranap.	0,95	2,05	0,26	6,37	-0,86	2,00	0,96	0,47	0,00	0,01
Petrobras	40,53	24,56	37,69	95,97	48,39	16,29	32,80	38,30	48,05	29,93
Plascar	0,15	0,12	-0,02	1,93	-0,17	0,15	0,08	0,09	0,00	0,01
Hopi Hari	0,02	0,03	-0,05	-0,18	-0,24	0,21	0,18	0,08	0,00	0,00
Ref. Mang.	0,26	0,19	0,02	1,89	-0,01	0,13	0,03	0,04	0,03	0,09
Raia	0,30	0,06	0,06	-0,35	0,07	0,03	0,02	0,04	0,07	0,04
Randon	0,60	0,87	0,33	-1,27	0,15	0,53	0,29	0,15	0,19	0,21
Recrusul	0,03	0,02	-0,02	0,35	-0,05	0,04	0,01	0,01	0,01	0,00
Riosulense	0,02	0,02	0,01	1,01	-0,01	0,05	0,02	0,01	0,00	0,00
Rossi	0,22	0,42	0,08	-1,46	0,11	0,20	0,33	0,00	0,08	0,09
Sabesp	2,20	1,91	4,30	18,58	1,44	4,76	5,17	6,22	2,45	2,80
Saraiva	0,25	0,05	0,12	0,96	0,11	0,09	0,06	0,03	0,12	0,10
Cid Nac.	3,03	2,29	3,55	16,87	4,08	5,21	6,67	4,58	2,90	8,10
Souza Cruz	1,48	0,93	2,29	-3,78	4,52	0,18	0,37	0,30	0,69	6,81
Springer	0,03	0,03	0,01	0,09	0,04	0,00	0,00	0,01	0,03	0,06
Sultepa	0,09	0,43	0,08	-0,41	-0,01	0,25	0,10	0,09	0,01	0,01
Tec Toy	0,02	0,02	-0,03	0,03	-0,09	0,04	0,03	0,00	0,00	0,00
Teka	0,16	0,03	0,04	5,43	-0,35	0,43	0,12	0,13	0,00	0,00
Tekno	0,05	0,07	0,04	-0,49	0,07	0,01	0,00	0,01	0,05	0,05
Tupy	0,45	0,73	0,31	-0,35	0,07	0,70	0,48	0,26	0,10	0,07
Usiminas	3,40	2,24	3,90	-16,57	3,29	3,79	4,27	4,37	2,58	2,87
Vale	11,55	5,36	20,06	-61,12	21,99	14,71	14,48	17,88	25,21	21,56
Via Varejo	1,79	0,96	0,59	4,91	0,41	1,24	0,55	0,11	0,11	0,23
WEG	0,84	2,16	0,72	-5,42	1,20	0,81	0,73	0,25	0,44	0,96
Whirlpool	2,04	1,20	0,97	4,40	0,69	1,30	0,32	0,52	1,06	1,18
WLM	0,22	0,19	0,06	-0,55	0,01	0,12	0,03	0,07	0,05	0,07
	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: Elaboração própria com dados do Economática

Nota: RO (Receita Operacional), RF (Receita Financeira), LO (Lucro Operacional), PF (Prejuízo Financeiro), LL (Lucro Líquido), DF (Despesas Financeiras), DB (Dívida Bruta), IMO (Imobilizado), LR (Lucro Retido) e DIV (Dividendos)

*sinal positivo significa prejuízo financeiro e sinal negativo significa lucro financeiro.

Tabela 5: Setores e Empresas

Setores	Empresas
Extrativa Mineral	Ferbasa, Petrobras S.A., Cia Siderúrgica Nacional e Vale S.A.
Indústria Metalúrgica	Electro Aço Altona S.A., Ferbasa, Mangels Industrial S.A., Paranapanema S.A., Cia Siderúrgica Nacional, Tekno S. A. e Usiminas S. A.
Indústria Mecânica	Bardella S.A., Estrela S.A., Eternit S.A., Eucatex S.A., Forja Taurus S.A, IGB S.A., INEPAR S.A., Kepler S.A., MetalGrafica Iguaçu S.A., Metisa S.A., Mundial S.A., Nadir S.A., Recrusul S.A., Springer S.A., Tec Toy S.A. e Whirlpool S.A.
Material e Transporte	DHB S.A., Embraer S.A., Fras-Le S.A., IOCHPE S.A., Marcopolo S.A., Plascar S.A., Randon S.A., Recrusul S.A., Riosulense S.A., Tupy S.A., WEG S.A. e WLM S.A.
Madeira e Mobiliário	Fibria S.A. e Klabin S.A.
Papel e Gráfica	Fibria S.A. e Klabin S.A.
Borracha, Fumo e Couro	Souza Cruz S.A.
Indústria Química	Dimed S.A., Elekeiroz S.A., Petrobras S.A., Cia Siderúrgica Nacional e Refinaria de Petróleo Manguinhos S.A.
Indústria Têxtil	Buettner S.A., Cedro, Cia Hering, Dohler S.A., Guararapes S.A., Karsten S.A. e Teka S.A.
Indústria de Calçados	Alpargatas S.A.
Alimentos e Bebidas	Ambev S.A., BRF S.A., Minupar S.A. e Oderich S.A
Serviços de Utilidade Pública	Ampla Energia e Serviços S.A., Casan, CEEE-GT, CEG, CELPA, CELPE, Cesp, Coelba, Coelce, Comgas, Cosern, Energisa-MT, Light S.A. e Sabesp
Construção Civil	Construtora Adolpho S.A., Cyrela Realty, João Fortes S.A., Mendes Júnior Engenharia S.A., Rossi Residencial S.A. e Sultepa S.A.
Comércio	Lojas Americanas S.A., Parque Hopi Hari S.A., Raia Drogasil S.A., Saraiva S.A. e Via Varejo S.A.

Fonte: Elaboração própria com dados da Bovespa, Economatica e RAIS

Tabela 7: Estimações do primeiro estágio sem a correção da Autocorrelação

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Δsal_{st}	-0.00410 (0.00847)	-0.00332 (0.00824)	-0.00730 (0.00828)	-0.00535 (0.00840)	-0.009 (0.008)
$vendas_{it}$	-0.00222 (0.00461)	-0.00316 (0.00591)	-0.00154 (0.00587)	-0.00387 (0.00602)	-0.0022 (0.005)
$\Delta vendas_{it}$	-0.534*** (0.0133)	-0.502*** (0.0133)	-0.502*** (0.0133)	-0.520*** (0.0147)	-0.521*** (0.014)
$financ_{it}$	-0.0348*** (0.00634)	-0.0343*** (0.00639)	-0.0202** (0.00679)	-0.0279*** (0.00656)	-0.012* (0.006)
$financ_{it-1}$	0.00822 (0.00743)	0.00805 (0.00749)	0.00433 (0.00766)	0.0105 (0.00793)	0.0073 (0.007)
$recluc_{it}$			-0.0183*** (0.00423)		-0.016*** (0.0043)
$recdesp_{it}$				0.00294 (0.00283)	0.0036 (0.002)
d1		0.0611 (0.0374)	0.0272 (0.0399)	0.0427 (0.0388)	0.0235 (0.039)
d2		-0.0489* (0.0242)	-0.0518* (0.0241)	-0.0461 (0.0243)	-0.0364 (0.0243)
d3		-0.0404 (0.0206)	-0.0443* (0.0206)	-0.0348 (0.0207)	-0.0263 (0.0209)
d4		0.0148 (0.0206)	0.0209 (0.0205)	0.0179 (0.0206)	0.0167 (0.0207)
d5		0.0136 (0.0421)	0.0352 (0.0448)	0.00749 (0.0417)	-0.0106 (0.0414)
d6		-0.0199 (0.0452)	-0.0196 (0.0448)	-0.0251 (0.0447)	-0.0276 (0.0413)
d7		-0.0482 (0.0346)	-0.0813* (0.0389)	-0.0633 (0.0352)	-0.0847* (0.0372)

d8		0.00891 (0.0252)	0.00631 (0.0250)	0.00813 (0.0265)	-0.00754 (0.0275)
d9		-0.0500 (0.0259)	-0.0476 (0.0256)	-0.0450 (0.0263)	-0.0398 (0.0259)
d10		-0.0451 (0.0350)	-0.0458 (0.0346)	-0.0453 (0.0345)	-0.0491 (0.0347)
d11		-0.00481 (0.0261)	-0.00977 (0.0259)	-0.00351 (0.0258)	-0.00657 (0.0263)
d12		-0.0247 (0.0239)	-0.0321 (0.0238)	-0.0339 (0.0257)	-0.0314 (0.0258)
d13		-0.0677* (0.0287)	-0.0639* (0.0285)	-0.0664* (0.0293)	-0.0269 (0.0272)
Constante	0.153*** (0.0319)	0.170*** (0.0396)	0.203*** (0.0411)	0.127** (0.0421)	0.102** (0.0340)
N	623	623	606	575	568
F	343.95***	92.78***	88.35***	75.38***	72.71***
AR(1)	0.00***	0.02**	0.01**	0.02**	0.01***
AR(2)	0.41	0.26	0.10*	0.49	0.29
AR(3)			0.28		

Fonte: Elaboração própria com os resultados da pesquisa

Notas: Entre parênteses estão os erros padrões; *** é significativo a 1%, ** é significativo a 5% e * é significativo a 10%; N é o número das observações; F é o valor da estatística F; AR(1) é o teste de autocorrelação de primeira ordem, com o p valor retratado. O mesmo sendo válido para o AR(2) e AR(3), alterando somente a ordem.

Tabela 9: Estimções do segundo estágio sem a correção da Autocorrelação

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
sal_{st}	-0.505*** (0.102)	-0.434*** (0.101)	-0.439*** (0.101)	-0.486*** (0.108)	-0.456*** (0.107)
$vendas_{it}$	-0.421*** (0.0797)	-0.456*** (0.0774)	-0.438*** (0.0798)	-0.429*** (0.0853)	-0.442*** (0.0862)
$\Delta vendas_{it}$	-0.0826 (1.938)	7.156*** (1.380)	7.159*** (1.334)	7.424*** (1.532)	8.433*** (1.477)
Δk_{it}	-0.840 (2.329)	7.915*** (1.646)	7.909*** (1.585)	8.358*** (1.852)	9.599*** (1.782)
Δk_{it-1}	-0.605* (0.268)	-0.592* (0.262)	-0.545* (0.262)	-0.529 (0.318)	-0.481 (0.315)
constante	17.95*** (0.773)	16.94*** (0.765)	16.89*** (0.768)	17.26*** (0.815)	16.96*** (0.807)
N	538	538	515	483	475
F	10.79***	15.21***	14.15***	13.43***	14.28***
AR(1)	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***
AR(2)	0.02**	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***
AR(3)	0.58	0.09*	0.00***	0.48	0.00***
AR(4)		0.42	0.80		0.78

Fonte: Elaboração própria com os resultados da pesquisa.

Notas: Entre parênteses estão os erros padrões; *** é significativo a 1%, ** é significativo a 5% e * é significativo a 10%; N é o número das observações; F é o valor da estatística F ; AR(1) é o teste de autocorrelação de primeira ordem, com o p valor retratado. O mesmo sendo válido para o AR(2) e AR(3), alterando somente a ordem.