

Bernardo Pádua Jardim de Miranda

**Impactos da Financeirização sobre a Fragilidade Micro e
Macroeconômica: um estudo para a economia brasileira entre os anos
de 1995-2012**

Belo Horizonte, MG
UFMG/Cedeplar
2013

Bernardo Pádua Jardim de Miranda

**Impactos da Financeirização sobre a Fragilidade Micro e
Macroeconômica: um estudo para a economia brasileira entre os anos
de 1995-2012**

Tese apresentada ao curso de doutorado 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 doutor em economia.

Orientador: Prof. Dr. Marco Aurélio Crocco Afonso
Co-orientadora: Dr^a. Fabiana Borges Teixeira dos Santos

Belo Horizonte, MG
Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional
Faculdade de Ciências Econômicas - UFMG
2013

Folha de Aprovação

Para Cirlene, meus irmãos e meus pais.

AGRADECIMENTOS

Eu queria neste momento agradecer aos meus pais, Selene e Sergio, e aos meus irmãos, pelo o apoio e ao incentivo de fazer doutorado. Queria agradecer, principalmente ao meu irmão Eduardo, que me mostrou o caminho da economia.

Também desejava agradecer aos meus orientadores Marco Crocco e Fabiana, pela ajuda e pelo conhecimento transmitido durante todo período em que eu estava fazendo esta tese.

Desejaria neste momento agradecer, antecipadamente, os membros da banca. Especialmente, ao Prof. Frederico por ter me acompanhado ao longo destes vários anos, desde a época do mestrado.

Aos meus amigos do doutorado, Fabrício, Luzia e Carol. E aos meus amigos Bruno e Nildred.

Um agradecimento especial à Cirlene, por ter me apoiando durante este longa caminhada.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	01
CAPÍTULO1 FINANCEIRIZAÇÃO DA ECONOMIA: UMA NOVO ORDEM DE COMPETIÇÃO, ACUMULAÇÃO E REPRODUÇÃO DO CAPITAL.....	06
1.1 Financeirização.....	07
1.2 O processo de liberalização e desregulamentação do mercado financeiro.....	11
1.3 Governança Corporativa: a visão dominante.....	19
1.3.1 O controle do mercado de capitais e a financeirização da economia.....	25
1.4 Governança Corporativa: uma visão crítica.....	27
1.4.1 Efeitos da financeirização sobre as empresas.....	37
1.5 O ciclo econômico liderado pelas finanças.....	41
1.5.1 O ciclo econômico <i>finance-led</i> em uma economia aberta.....	44
1.5.2 Reversão do Ciclo e a Crise Financeira.....	49
CAPÍTULO 2 A DINÂMICA DA ECONOMIA BRASILEIRA E O PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO.....	54
2.1 Introdução.....	54
2.2 Estatização da Dívida Externa e a Crise das Contas Públicas.....	56
2.2.1 Restrição Externa e Deterioração das Contas Públicas.....	58
2.2.2 Gestão das Empresas Não-Financeiras entre 1980 e 1989.....	63
2.3 Reformas Institucionais e Financeirização da Economia Brasileira entre 1990 e 2008.....	72
3.1 Liberalização Financeira: o caso de um país em desenvolvimento.....	68
2.3.2 Mercado de Capitais.....	74
2.4 O Processo de Financeirização e seus Impactos sobre as Empresas de Capital Aberto.....	80
2.4.1 Regime de Fundos Próprios e o Padrão de Financiamento das Empresas Não- Financeiras Brasileiras.....	81
2.4.2 A Gestão Focada no Retorno do Capital.....	90
2.4.3 Estrutura de Capital e Aumento da Fragilidade das Empresas Não- Financeiras.....	94
CAPÍTULO 3 GOVERNANÇA DAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO E DO NÍVEL 2 DA BOVESPA: IMPLICAÇÕES DA FINANCEIRIZAÇÃO.....	100
3.1 Introdução.....	100
3.2 Os Níveis da Governança da Bovespa.....	102
3.3 Estrutura de Propriedade e Controle: uma visão teórica.....	105
3.4 Estrutura de Propriedade e Controle das Empresas Não-Financeiras do NM e N2.....	108
3.4.1 Ações com Direito a Voto e <i>Free Float</i>	118
3.5 O Perfil do Conselho de Administração.....	121
3.5.1 Procedimentos do Conselho de Administração.....	125
3.6 Perfil do Conselho Fiscal.....	127
3.7 Disponibilidade das Informações.....	128
3.8 Política de Remuneração do Capital da Empresa.....	129
3.8.1 Política de Remuneração do Capital Próprio.....	129
3.8.2 Política de Remuneração do Capital de Terceiros.....	134

3.8.3 Remuneração do Capital Próprio e de Terceiros.....	135
3.9 Análise do Componente Principal das Empresas não-financeiras do Novo Mercado e do Nível 2 da GC da Bovespa.....	137
3.9.1 Metodologia.....	137
3.9.2 Amostra.....	138
3.9.3 Análise dos Resultados.....	141
CONCLUSÃO.....	147
REFERÊNCIAS.....	154

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Carga Tributária, Transferências do Setor Público, Transferências ao Exterior e Evolução da Dívida Líquida Interna Pública em Porcentagem do PIB: 1980-89.....	59
Tabela 2: Meios de Pagamentos para Final de Período em Porcentagem do PIB: 1980-1989.....	60
Tabela 3: Taxa de Investimento em Porcentagem do PIB: 1980-1989.....	61
Tabela 4: Evolução da Taxa de Crescimento Real do Investimento do Setor Público e do Setor Privado: 1981-1983.....	62
Tabela 5: Índices de <i>Mark-Up</i> da Indústria Brasileira entre os anos de 1985-1994: base agosto de 1994.....	65
Tabela 6: Formação Bruta de Capital Fixo em Porcentagem do PIB a Preços Correntes e sua Taxa de Variação Real: 1994-2000.....	73
Tabela 7: Número de Empresas Negociadas, Índice Bovespa e Valor de Mercado das Empresas Negociadas na Bovespa em Milhões de Dólares: 1990-2008.....	77
Tabela 8: Padrão de Financiamento das Empresas Seleccionadas.....	83
Tabela 9: Taxa de Crescimento Real das Vendas das Empresas Não-Financeiras: 1996-2008.....	86
Tabela 10: Evolução Média do <i>Markup</i> das Empresas Não-Financeiras: 1995-2008.....	86
Tabela 11: Razão entre o Ativo Total o Imobilizado, o Investimento e o Ativo Circulante e Aplicações Financeiras de Curto Prazo para as Empresas Não-Financeiras: 1995-2008.....	87
Tabela 12: Retorno Médio do Capital Próprio e do Ativo das Empresas: 1995-2008.....	90
Tabela 13: Indicadores Médios de Endividamento das Empresas Seleccionadas: 1995-2000.....	95
Tabela 14: Quantidade de Empresas de Capital Aberto na Bovespa por tipo de Governança: 2010 a 2012.....	104
Tabela 15: Capitalização de Mercado das Empresas de Capital Aberto da Bovespa por tipo de Governança, em Milhões Reais: 2010 a 2012.....	105
Tabela 16: Volume Financeiro Transacionado no Mercado a Vista da Bovespa, por tipo de Governança (em Milhões Reais): 2010 a 2012.....	105
Tabela 17: Distribuição das empresas entre os setores produtivos.....	109
Tabela 18: Estrutura de Propriedade das Empresas do Novo Mercado da GC da Bovespa para o Principal Acionista (P1) e até Três Acionistas (P3): 2012.....	113
Tabela 19: Característica do Principal Acionista das Empresas do Novo Mercado da Bovespa: agosto de 2012.....	114
Tabela 20: Estrutura de Propriedade das Empresas do Nível 2 da GC da Bovespa para o Principal Acionista (P1) e até Três Acionistas (P3) Ações Ordinárias: agosto de 2012.....	114
Tabela 21: Estrutura de Propriedade das Empresas do Nível 2 da GC da Bovespa para o Principal Acionista (P1) e até Três Acionistas (P3) Capital Total: agosto de 2012.....	115
Tabela 22: Característica do Principal Acionista das Empresas do Nível 2 da GC da Bovespa: agosto de 2012.....	115

Tabela 23: Estatística da Estrutura de Propriedade das Empresas do Novo Mercado e Nível 2 da GC da Bovespa, de Empresas Japonesas e Norte-Americanas: três principais acionistas (P3) e os cinco principais acionistas (P5).....	116
Tabela 24: Tamanho do Conselho de Administração das Empresas do NM Bovespa: 2012.....	123
Tabela 25: Tamanho do Conselho de Administração das Empresas do N2 Bovespa: 2012.....	124
Tabela 26: Frequência da Participação dos Conselheiros Independentes e dos Minoritários nas empresas do Novo Mercado e do Nível 2 da GC da Bovespa: agosto de 2012.....	125
Tabela 27: Encontros do Conselho de Administração Empresas do NM: ano de 2011.....	126
Tabela 28: Encontros do Conselho de Administração Empresas do N2: ano de 2011.....	126
Tabela 29: Distribuição de Dividendos em Razão do Lucro Líquido das Empresas do NM: 2009 a 2011.....	129
Tabela 30: Distribuição de Dividendos em Razão do Lucro Líquido das Empresas do N2 : de 2009 a 2011.....	130
Tabela 31: Riqueza Distribuída ao Acionista em Razão do Valor Adicionado Total para as empresas do NM: período 2009-2011.....	130
Tabela 32: Riqueza Distribuída ao Acionista em Razão do Valor Adicionado Total para as empresas do N2: período 2009-2011.....	130
Tabela 33: Proporção da Riqueza Mantida nas Empresas do NM.....	133
Tabela 34: Proporção da Riqueza Mantida nas Empresas do N2: 2009-2011.....	133
Tabela 35: Razão da Dívida Total sobre o Patrimônio Líquido (PL) para as empresas do NM: período 2009-2011.....	134
Tabela 36: Razão da Dívida Total sobre o Patrimônio Líquido (PL) para as empresas do N2: período 2009-2011.....	134
Tabela 37: Razão entre Juros Pagos ao Capital de Terceiros e Valor Adicionado das Empresas do NM: período 2009-2011.....	135
Tabela 38: Razão entre Juros Pagos ao Capital de Terceiros e Valor Adicionado das Empresas do N2: período 2009-2011.....	135
Tabela 39: Remuneração do Capital de Terceiros em Relação ao Valor Adicionado para as Empresas do NM: período 2009-2011.....	136
Tabela 40: Remuneração do Capital de Terceiros em Relação ao Valor Adicionado para as Empresas do N2: período 2009-2011.....	136
Tabela 41: Remuneração do Capital Próprio em Relação ao Valor Adicionado para as Empresas do NM: período 2009-2011.....	136
Tabela 42: Componente Principal.....	140
Tabela 43: Componentes Principais das Empresas do NM e do N2.....	140

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Fluxos Líquidos de Recursos Externos para o Brasil: 1990-2008.....	70
Gráfico 2: Aplicação do Investimento Direto Externo: 1994-2000.....	71
Gráfico 3: Perfil dos Investidores: 1995-2008.....	76
Gráfico 4: Volume em Milhões de Reais de Emissões Primárias de Ações: 1992-2000..	79
Gráfico 5: Taxa de Variação Real do Imobilizado Líquido: 1996-2008.....	85
Gráfico 6: Aplicação em Permanente, Ativo Fixo e Distribuição de Dividendos em Razão do Disponível: 1995-2007.....	88
Gráfico 7: Compra de Ativo Fixo, Aumento do Diferido e dos Investimentos em relação aos Gastos com o Ativo Permanente: 1995-2007.....	89
Gráfico 8: Comportamento Médio do q de Tobin das Empresas Não-Financeiras: 1995-2008.....	92
Gráfico 09: Gastos com Recompra de Ações Próprias em Milhões de Reais a preço constante de 2008 e Percentual de Empresas que realizam tal compra a preços constantes: 1995-2007.....	93
Gráfico 10: Distribuição de Dividendos Distribuídos, Despesas de Juros sobre o Capital Próprio e Recompra de Ações em Bilhões de Reais a preços constantes: 1995-2007....	94
Gráfico 11: Comportamento da Dívida Bruta Real Total das Empresas: 1995-2008.....	96
Gráfico 12: Proporção das ON em relação ao Capital Total das Empresas do N2.....	119
Gráfico 13: <i>Free-Float</i> das Ações Preferenciais, Ordinárias e do Capital Total das Empresas do N2: 2012.....	119
Gráfico 14: Percentual de Ações em <i>Free-Float</i> das Empresas no Novo Mercado: 2012.....	120
Gráfico 15: Taxa de Variação Real da Distribuição de Riqueza ao Acionista, do Imobilizado Bruto das Empresas do NM e do N2, das Vendas Líquidas, do Lucro Líquido, do PIB e da Formação Bruta do Capital Fixo: 2010 a 2011.....	132
Gráfico 16: Componente 1 e 2.....	143
Gráfico 17: Componente 1 e 3.....	145

LISTA DE QUADROS

Quadro 01: Trabalhos sobre o padrão de financiamento das empresas não financeiras brasileiras.....	82
Quadro 2: Serviço: empresas por segmentos.....	138
Quadro 3: Comércio: empresas por segmentos.....	138
Quadro 4: Agricultura: empresas por segmentos.....	139
Quadro 5: Indústria: empresas por segmentos.....	139

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Estrutura Societária CCR.....	110
Figura 2: Estrutura Societária da Ecorodovias.....	111
Figura 3: Estrutura Societária da Indústria Romi.....	111

RESUMO

Esta tese teve como objetivo analisar os impactos da financeirização da economia brasileira sobre as empresas não financeiras de capital aberto, no período de 1995 a 2012, bem como seus reflexos sobre a fragilidade destas empresas e da economia como um todo. Adotou-se o conceito proposto pelos regulacionistas franceses, em que a financeirização é um novo regime de acumulação, no qual as atividades produtivas são subordinadas às finanças. Neste processo tem-se uma busca por resultados de curto prazo, em detrimento dos de longo prazo, comprometendo o desempenho das empresas e da economia. O primeiro capítulo faz uma discussão teórica sobre o conceito e o processo de financeirização e combina as teorias regulacionista e pós-keynesiana para analisar seus efeitos sobre a fragilidade micro e macroeconômica. O segundo capítulo mostra como o ambiente macroeconômico e institucional condicionaram o surgimento do processo de financeirização da economia brasileira nos anos de 1980 e sua ampliação nas décadas de 1990 e 2000, bem como seus efeitos sobre as empresas não financeiras de capital aberto. Para isso foram analisados os dados econômicos e financeiros disponíveis nos relatórios contábeis destas empresas, de 1995 a 2008, relacionando-os ao processo de financeirização. O terceiro capítulo estuda as empresas não financeiras do Novo Mercado (NM) e do Nível 2 (N2) utilizando a estrutura de propriedade e controle e os mecanismos de governança para investigar sua adesão à maximização da riqueza do acionista, uma vez que o alinhamento a essa forma de governança corporativa é a contrapartida microeconômica deste novo processo de acumulação, em que as decisões produtivas estão subordinadas à rentabilidade do capital financeiro. Os resultados encontrados mostraram que houve um aumento na distribuição de riqueza aos acionistas ao longo do período analisado, bem como a adoção de práticas gerenciais para ampliar esta riqueza. O aumento na distribuição de riqueza ao acionista provocou a queda na taxa de retenção, e teve efeitos negativos sobre a formação do imobilizado e da FBCF da economia. Estes fatos permitem inferir que estas empresas aumentaram a busca por resultados de curto prazo, em detrimento dos de longo prazo, e que há uma convergência destas empresas ao modelo anglo-saxão de governança corporativa, o que mostra que há uma dominância da lógica rentista no processo de acumulação destas empresas, podendo ser consideradas financeirizadas. Entretanto, este processo possui características próprias determinadas pelas especificidades macro e micro institucionais da economia brasileira, que o diferenciam da financeirização observada nos países desenvolvidos. Observou-se também que a busca por resultados de curto prazo e a convergência à maximização da riqueza do acionista, elementos presentes na financeirização da economia brasileira, aumentou a fragilidade destas empresas e da economia, pois as primeiras aumentaram o endividamento em sua estrutura patrimonial sem que estes recursos se destinassem necessariamente às atividades produtivas.

Palavras-Chave: financeirização; governança corporativa; maximização da riqueza do acionista; empresas não financeiras de capital aberto; fragilidade.

ABSTRACT

This thesis aims to analyze the impact of Brazilian economy financialization over the non-financial open capital companies in the period from 1995 to 2012, as well as its effects on these companies and economy fragility. We adopted the concept proposed by the French regulationists, in which financialization means a new pattern of accumulation, in which productive activities are subordinated to finance. In this process, there is a search for short-term results at the expense of long-term, compromising the companies and economy performance. The first chapter presents a theoretical discussion about the financialization concept and process, and combines the post-Keynesian and regulationist theories to analyze the financialization effects over micro and macroeconomic fragility. Chapter two shows how the macroeconomic and institutional environments conditioned the financialization process emergence in the Brazilian economy in 1980 and its intensification in the 1990 and 2000 decades, as well as its effects over non-financial open companies. For that purpose economic and financial data, available in the accounting reports of these companies from 1995 to 2008, were analyzed and related to the financialization process. The third chapter examines the non-financial open capital companies in New Market (NM) and Level 2 (N2), using the ownership and control structure and the governance mechanisms to investigate their adoption of shareholder's value, since the alignment to this governance form is the microeconomic side of this new accumulation process, in which productive decisions are subordinated to financial capital return. Our results showed an increase in the wealth distribution to shareholders over the period, as well as the adoption of managerial practices to enlarge this wealth. The increase in wealth distribution to shareholders caused the retention rate to drop, and has had negative effects on the asset formation of these companies and of the economy. These facts suggest that these companies have increased the search for short-term results at the expense of long-term, and that there is a convergence to the Anglo-Saxon model of corporate governance, which shows that there is a dominance of the reinter logic accumulation process over these companies. However, this process has its own characteristics determined by the macro and micro institutional Brazilian economy specificities, which differentiates it from the financialization observed in developed countries. We also observed that the search for short-term results and the convergence to the shareholder's value, presented in the Brazilian economy financialization, increased these companies and economy fragility, as these companies increased the debt in its capital structure without the clear intent to apply this resource in productive activity.

Keywords: financialization, corporate governance; shareholder value; non-financial open capital companies; fragility.

INTRODUÇÃO

Nas últimas décadas tem-se observado uma grande mudança no mundo devido ao processo de globalização conduzido pelo capital financeiro. Este processo é marcado pela redução da participação do Estado na economia, intensificação do comércio entre países e desregulamentação e liberalização dos mercados financeiros nacionais, o que deu maior liberdade ao capital financeiro. Esta nova estrutura institucional estabelece uma nova dinâmica na economia, subordinando o sistema produtivo às finanças. Assim, a financeirização, como definido pelos teóricos regulacionistas franceses, pode ser entendida como um novo modo de regulação e de acumulação da economia capitalista atual.

A gênese do processo de financeirização está associada com as mudanças no sistema monetário internacional na década de 1960 e com as alterações institucionais de ordem micro e macroeconômica a partir dos anos de 1970. O fim do sistema de Bretton Woods – que levou à mudança do padrão monetário internacional –, a aceleração da inflação nos Estados Unidos, o primeiro choque do petróleo, o processo de “estagflação”, o aumento da taxa de juros norte-americana e a crise do keynesianismo modificaram o processo de acumulação das economias capitalistas. Como discutido por Boyer (2009), com o alinhamento aos preceitos monetários e neoliberais tem-se uma mudança do quadro institucional¹ vigente na economia, no sentido de se valorizar a estabilização dos preços e promover a liberalização financeira. Além disto, outros fatores contribuíram para a intensificação deste processo, tais como: inovações na tecnologia de informação; criação de novos produtos financeiros (*hedge* e derivativos) e o surgimento dos investidores institucionais (fundos de pensão, companhias de seguro e clubes de investimento, dentre outros). Segundo Tavares e Melin (1997), a financeirização marca o retorno da hegemonia norte-americana e do dólar como unidade monetária padrão.

Um dos fatores que mais evidenciam o processo de financeirização é a diferença entre as taxas de crescimento dos ativos financeiros e da riqueza real da economia.

¹ De acordo com Boyer (2009) o quadro institucional que prevaleceu na economia entre o fim da segunda guerra mundial e os anos de 1970 estava apoiado nos seguintes pontos: sistema financeiro administrado, relação salarial fordista e políticas macroeconômicas voltadas à manutenção do pleno emprego. O sistema financeiro administrado mantinha as atividades rentistas sob controle e baixo custo do capital, favorecendo o investimento produtivo via endividamento bancário (a principal função do sistema financeiro era fornecer crédito à atividade produtiva). Este quadro institucional propiciou um longo período de estabilidade e crescimento econômico, conhecido na literatura como “anos dourados do capitalismo” ou “trinta anos gloriosos”.

Entre 1980 e 2009, a riqueza financeira mundial cresceu 1.300% (quase 14 vezes), enquanto o aumento do PIB mundial foi de apenas 314% (4 vezes) no mesmo período. (Paulani, 2011). Como apontado por Chesnais (1996), parte dos recursos econômicos disponíveis não está sendo alocada em atividades produtivas e, sim, transferida para as atividades financeiras (aquelas que geram juros ou ganhos de capital).

A financeirização afetou as estratégias e a estrutura patrimonial dos agentes econômicos (famílias, governos e empresas). As famílias aumentaram a posse de ativos financeiros e de dívidas em sua estrutura patrimonial. As inovações financeiras permitiram a securitização da dívida pública e o financiamento do déficit público, ampliando a dívida do governo e a transferência de riqueza aos credores destas dívidas. Os acionistas, por sua vez, pressionam por retornos mais elevados, afetando a gestão das empresas não-financeiras através da imposição da maximização da riqueza do acionista (*shareholder value*) como o modelo de governança corporativa mais eficiente

Nesse contexto, em que o objetivo da empresa é criar riqueza ao acionista, as decisões do gestor visam resultados de curto prazo em detrimento dos de longo prazo e a estrutura organizacional é desenhada de forma que os acionistas possam participar das decisões estratégicas das empresas. Consequentemente, as empresas passaram a recorrer ao mercado financeiro para elevar o lucro não-operacional, o que tem provocado o deslocamento dos recursos econômicos destinados às atividades produtivas para as atividades financeiras, afetando de forma negativa o investimento produtivo (Stockhammer, 2004).

Este processo de financeirização tem aumentado a fragilidade financeira das empresas e da economia como um todo, de acordo com a visão minskiana. Dado que, em uma economia “*finance-led*”, a expansão da demanda agregada pode ser financiada aumento do endividamento das famílias e das empresas, a estrutura financeira destes agentes torna-se mais frágil. Em períodos de reversão de expectativas, a oferta de crédito pode ser reduzida ou restringida e as empresas podem não conseguir renovar ou rolar suas dívidas, elevando a probabilidade de insolvência. Então, as empresas reduzem o investimento e o crescimento da economia é restringido pelo lado real. Em uma economia aberta e liberalizada, esta fragilidade é ainda maior, como discutido por Dymski (1998) e Resende e Amado (2007).

O modelo de maximização da riqueza do acionista é uma das dimensões do processo de financeirização, e suas principais características são: a) mudança na gestão da empresa de reter e investir para “*downsizing*” e distribuir, b) aumento das atividades

financeiras das empresas não-financeiras, c) controle do mercado de capitais sobre as empresas, d) mudança no perfil do investidor de capital paciente, que busca resultados de longo prazo, para capital impaciente, que busca resultados de curto prazo, e) crescimento mais lento do investimento produtivo, f) alteração da estrutura de capital das empresas, g) mudança na forma de remuneração do gestor, agora relacionada ao comportamento das ações no mercado de capitais e h) a economia exibe um alto grau de fragilidade, com crises tipicamente originadas nos mercados financeiros domésticos e internacionais. Nesta tese, entende-se que este modelo é uma das formas pelas quais a financeirização se manifesta nas empresas, sendo o aspecto microeconômico deste processo.

Vários trabalhos foram desenvolvidos para entender os impactos da financeirização. No nível microeconômico, destacam-se os trabalhos desenvolvidos por Plihon (1999), Lazonick e O'Sullivan (2000), Stockhammer (2004) e Evans e Hubbard (2008). Estes trabalhos estudam os efeitos do movimento de maximização dos acionistas para as empresas norte-americanas e europeias, e a maioria utiliza dados agregados para estudar os impactos microeconômicos. No nível macroeconômico destacam-se os trabalhos desenvolvidos por Braga (1996), Aglietta (2000 e 2004a), Boyer (2000 e 2009), Epstein (2001), Crotty (2003) e Duménil e Lévy (2005). Estes estudos discutem a financeirização em seus aspectos macroeconômicos para as economias desenvolvidas. Há escassez de literatura sobre o processo de financeirização no Brasil que discuta seus impactos sobre as variáveis micro e macroeconômicas, destacando-se os trabalhos apresentados por Bruno (2006), Paulani (2011) e Bruno *et al* (2011) que, entretanto, não abordam os reflexos da financeirização sobre as empresas não-financeiras.

Assim, esta tese tem como objetivo analisar os impactos da financeirização da economia brasileira sobre as empresas não financeiras de capital aberto, no período de 1995 a 2012, bem como seus reflexos sobre a fragilidade destas empresas e da economia como um todo. Nossa hipótese é que a financeirização da economia brasileira afetou a gestão das empresas não-financeiras de capital aberto, refletindo-se em um aumento da busca por resultados de curto prazo, em detrimento dos de longo prazo, e na ampliação da fragilidade, no sentido minskyano, destas empresas e da economia.

Esta tese contribui com as seguintes inovações: a) utiliza os dados econômicos e financeiros disponíveis nos relatórios contábeis das empresas de capital aberto para discutir o processo de financeirização da economia brasileira em sua dimensão

microeconômica; b) analisa a estrutura de propriedade e controle destas empresas para discutir se há convergência de sua governança à maximização da riqueza do acionista; e c) discute a relação entre os efeitos micro e macroeconômicos da financeirização, utilizando um arcabouço teórico que combina o pensamento dos economistas regulacionistas com o pensamento pós-keynesiano, avançando na literatura. Assim, esta tese contribui para o avanço no conhecimento sobre o processo de financeirização da economia brasileira, através de uma discussão teórica e empírica.

Esta tese é dividida em três capítulos, além desta introdução e da conclusão. O primeiro capítulo apresenta uma discussão teórica sobre o conceito e o processo de financeirização, sobre seus efeitos sobre a governança das empresas não-financeiras e sobre a ampliação de sua fragilidade e da economia como um todo. Os modelos regulacionista e pós-keynesiano fornecem o arcabouço teórico utilizado para discutir a relação entre os efeitos micro e macroeconômicos da financeirização, permitindo um avanço no desenvolvimento teórico capaz de explicar o aumento da fragilidade da economia. Este capítulo contribui para o entendimento das conseqüências do processo de financeirização sobre a gestão das empresas e o crescimento da economia e avança ao relacionar estas duas correntes teóricas para explicar a fragilidade econômica.

No segundo capítulo são discutidos os aspectos históricos que conduziram ao processo de financeirização da economia brasileira e seus impactos sobre a gestão e a governança das empresas não-financeiras que transacionam suas ações na Bovespa. São analisados vários indicadores, como evolução do mercado de capitais no Brasil, padrão de financiamento, estrutura de capital e rentabilidade das empresas não-financeiras de capital aberto. Discute-se como o ambiente macroeconômico do país conduziu a um processo de financeirização diferente daquele observado nos países anglo-saxões. No Brasil, este processo assumiu um caráter específico, relacionado ao aumento do endividamento público e à indexação da economia, resultando em um comportamento rentista-patrimonialista das empresas. Observou-se que a financeirização da economia brasileira afetou a gestão das empresas não-financeiras de capital aberto da amostra, as quais modificaram sua gestão e sua governança, agora mais alinhada à criação da riqueza dos acionistas, com impactos negativos no crescimento do imobilizado. Este processo aumentou a fragilidade das empresas e da economia como um todo, refletindo-se no aumento da probabilidade de crises financeiras. Assim, este capítulo contribui para entender como ocorreu o processo de financeirização da economia brasileira, como

este processo afetou a gestão das empresas não-financeiras de capital aberto no Brasil e seus impactos sobre o desenvolvimento econômico do país.

O terceiro capítulo tem como objetivo determinar se as empresas não-financeiras do Novo Mercado (NM) e do Nível 2 (N2), níveis mais altos da governança corporativa da Bovespa, adotaram o modelo de governança voltado à criação de riqueza para o acionista, complementando a análise do capítulo dois. Para isto alguns indicadores são analisados, tais como: estrutura de propriedade e controle, transparência financeira, perfil do presidente da empresa, tamanho e perfil do conselho de administração, políticas de remuneração do capital próprio e alguns índices de estrutura de capital. Este capítulo traz também uma análise de componente principal, para dar subsídios à discussão sobre a adesão destas empresas ao *shareholder value* e como este processo afetou sua gestão. Concluiu-se que a governança destas empresas está alinhada ao princípio de maximização da riqueza do acionista, porém este processo se diferencia do observado nos países anglo-saxões, devido às especificidades macro-insitucionais do Brasil, que se refletem no regime de acumulação. Apesar da existência de vários trabalhos empíricos sobre a estrutura de propriedade e controle das empresas brasileiras, este capítulo atualiza estes dados para as empresas do NM e do N2 e inova ao utilizá-los para discutir se há convergência às boas práticas de governança do modelo anglo-saxão, e ao relacionar estes mecanismos de governança ao processo de financeirização.

CAPÍTULO 1 – FINANCEIRIZAÇÃO DA ECONOMIA: UM NOVO REGIME DE ACUMULAÇÃO E REPRODUÇÃO DO CAPITAL.

Nos últimos anos tem-se observado um aumento dos investimentos em ativos financeiros em detrimento dos ativos produtivos. Para Boyer (2000), há uma supremacia das finanças, uma nova força que direciona e molda a acumulação do capital nas economias capitalistas. Este fenômeno pode ser interpretado como uma nova forma de regulação, sucessora da regulação monopolista, que atribui um papel determinante às variáveis financeiras e aos rendimentos financeiros nas decisões de investimento e produção. Como discutido por Chesnais (1996), as mudanças institucionais dos últimos anos qualificaram as finanças como uma indústria², em que a esfera financeira torna-se um dos campos de valorização do capital, como qualquer outro setor da economia. Nesse contexto, a moeda deixa de ser apenas um meio de troca ou o véu que cobre a economia, como aceito pelos economistas neoclássicos, mas um ativo, como apresentado por Keynes (1986). E como ativo, sua valorização pode ocorrer sem a necessidade de passar pela esfera produtiva, de forma que o dinheiro cria mais dinheiro (D-D'). Assim, os projetos de investimento das empresas sujeitam-se à validação do mercado financeiro, de forma que sua rentabilidade tem que ser pelo menos igual à dos títulos financeiros. Desta forma, os mercados financeiros, principalmente o de capitais, determina a performance micro e macroeconômica.

Nesta estrutura institucional, surge o conceito de financeirização para explicar o novo regime de acumulação da economia. Apresentada pelos teóricos regulacionistas franceses como um novo modo de regulação da economia, a financeirização tem impactos significativos sobre a ordem econômica. A gênese deste conceito vincula-se a uma visão crítica sobre os pressupostos da teoria convencional da acumulação, em especial sobre a função do mercado de capitais como o mecanismo mais eficiente de alocação dos recursos econômicos e monitoramento do comportamento do gestor – *“market for corporate control”*.

Segundo Stockhammer (2004), apesar de não haver um consenso sobre a definição e o significado do termo “financeirização”, sua concepção envolve a globalização dos mercados, o movimento de maximização da riqueza dos acionistas, o

² Sob esta perspectiva a moeda é uma mercadoria como outra qualquer, devendo ser transacionada e tratada como objeto de competição entre os agentes econômicos nos diversos mercados mundiais. E como tal, a moeda deve buscar as melhores oportunidades de rentabilidade, seja na esfera produtiva ou financeira. Consequentemente, o setor produtivo fica subjugado ao financeiro, pois os investimentos produtivos têm que ser validados pelos mercados financeiros (Chesnais, 1996).

aumento da renda das atividades financeiras e uma nova forma de gestão das firmas, na qual priorizam-se a distribuição dos lucros e dividendos e o *dowsizing*, em detrimento da política de reter e investir.

1.1 – Financeirização

Chesnais (1996) acredita que o novo regime de acumulação da economia é “patrimonial”, onde “patrimônio” significa a posse de ativos, financeiros e de capital, acumulados e direcionados para o rendimento. Segundo o autor, a desregulamentação e a liberalização financeira resultaram na mundialização do capital e permitiram a dominância do capital rentista sobre a atividade produtiva. A busca de remuneração na esfera financeira, em detrimento do setor produtivo, eleva a autonomia do sistema financeiro em relação ao setor real da economia, bem como aumenta a importância dos investidores institucionais em relação aos demais.

O processo de acumulação “patrimonial” pode ser entendido como a centralização dos fundos líquidos não reinvestidos pelas empresas e da renda não gasta pelas famílias, em instituições especializadas, cujo objetivo é maximizar a riqueza exclusivamente no circuito financeiro (aplicações em ativos financeiros, sejam títulos de propriedade ou de dívidas). Assim, ocorre o aumento da autonomia das finanças em relação ao setor produtivo, embora esta autonomia seja relativa, pois, segundo Chesnais (1996), os recursos destinados à esfera financeira têm origem no setor produtivo.

Para Braga (1998), a financeirização é mais que a dominância do capital rentista e do processo de mundialização do capital, apesar destes conceitos serem utilizados em sua definição. Segundo este autor, a financeirização é o padrão sistêmico da riqueza, com origem nos Estados Unidos na década de 1960, cuja difusão mundial provocou grandes instabilidades financeiras e econômicas, inclusive no paradigma produtivo, até então representado pelo capitalismo organizado japonês. Este processo é sistêmico porque estabelece uma nova dinâmica estrutural em que o sistema produtivo subordina-se às finanças, afetando as estratégias dos agentes econômicos (famílias, empresas e governo).

De acordo com Boyer (2000), a financeirização é um novo regime de acumulação liderado pelas finanças (*finance-led*), possivelmente sucessor do processo

de acumulação da Era Fordista³. Este novo regime atribui um papel importante às variáveis de estoque relacionadas às finanças e aos impactos dos rendimentos financeiros sobre a riqueza dos diversos agentes e, conseqüentemente, sobre o consumo e o investimento. Em uma economia “*finance-led*”, a decisão de investimento não depende apenas do comportamento do consumo, como ocorria na produção fordista, mas das restrições impostas pelo mercado de capitais, sendo estas relacionadas à rentabilidade que o mercado deseja. O gasto das famílias⁴ também depende do retorno dos ativos financeiros (efeito riqueza), pois uma mudança na rentabilidade da bolsa afeta diretamente o estoque patrimonial das famílias e, conseqüentemente, sua propensão a consumir.

Aglietta (2000) oferece uma análise similar a de Boyer (2000), entendendo a financeirização como a dominância do comportamento rentista, por parte das famílias e empresas. A expectativa de valorização dos ativos financeiros afeta a propensão marginal a consumir e investir, além de impactar a estrutura financeira das famílias e empresas. Então, este novo padrão de riqueza modifica a essência do dinheiro, do crédito e do patrimônio das empresas, famílias e governos, afetando as estratégias de todos os agentes.

O processo de financeirização modifica o significado da riqueza, antes associado ao estoque de capital real ou imobilizado (máquinas, equipamentos, edifícios etc.), e agora relacionado aos ativos financeiros e moedas (ativos que rendem juros, dividendos e ganhos de capital). Neste novo contexto, a taxa de juros é um dos principais avaliadores da riqueza, pois expressa a liquidez dos ativos financeiros e a expectativa de rentabilidade dos investimentos das empresas e dos bancos, além de afetar a riqueza das famílias (Aglietta, 2004).

Em um regime de acumulação “*finance-led*” um aumento da rentabilidade no mercado de capitais pode propiciar um ciclo virtuoso na economia, pois o consumo pode aumentar (efeito renda) e, se as empresas forem reativas a este aumento, o investimento pode se expandir. Ou seja, o crescimento econômico pode compensar o

³ De acordo com Boyer (2009), há um consenso entre os economistas sobre o fim do processo de acumulação fordista, mas não sobre qual é seu sucessor. Para os regulacionistas franceses, o novo processo de acumulação é aquele dominado pelas finanças, onde o sistema financeiro molda o padrão de acumulação da economia capitalista.

⁴ O consumo das famílias continua dependendo da renda salarial, mas ao contrário da era fordista, a rentabilidade dos ativos financeiros em bolsa tem impactos diretos sobre o estoque patrimonial das famílias e, conseqüentemente, sobre sua riqueza corrente e futura.

efeito restritivo de rentabilidade imposto pelo mercado financeiro (Boyer, 2000 e Aglietta, 2000).

Assim, é o mercado financeiro que seleciona e molda o investimento e, conseqüentemente, o processo de acumulação capitalista. Então, a financeirização modifica a estrutura institucional vigente, da seguinte forma: a) privilegia a maximização da riqueza do acionista, afetando a governança das firmas, pois a taxa interna de retorno deve ser elevada a níveis compatíveis com a exigência dos investidores externos. Isto afeta não apenas as variáveis financeiras mas, também, o volume de produção, as relações de trabalho, a política de financiamento e a estrutura de capital; e b) os gestores devem rever suas técnicas de gestão de forma a atender aos interesses dos acionistas. Assim, as formas de competição e as relações capital/trabalho e trabalhistas são diretamente afetadas (Boyer, 2000).

Segundo Lazonick e O'Sullivan (2000), a financeirização é a mudança na gestão e na estratégia das firmas de “reter e investir” para “*downsizing* e distribuir”, observando-se a maximização da riqueza do acionista como o princípio de governança corporativa. A mudança no perfil do investidor, de individual para institucional, conferindo ao acionista maior poder de influência nas estratégias das organizações, foi fator determinante neste processo.

De acordo com Krippner (2004) *apud* Epstein (2005), o termo financeirização pode ser usado para designar a governança corporativa baseada na maximização da riqueza do acionista; para expressar o crescimento do sistema financeiro do mercado de capitais em detrimento do sistema financeiro baseado em bancos; e para mostrar um possível novo padrão de acumulação, onde o lucro é realizado cada vez mais através de canais financeiros e menos através da produção e comércio de bens.

A financeirização abrange três fenômenos simultaneamente, quais sejam: o aumento da globalização do mercado financeiro, do valor das ações e das atividades financeiras de empresas não-financeiras (Crotty, 2003). Para Epstein (2005), o conceito refere-se ao incremento das regras relacionadas às finanças, ao mercado financeiro, às instituições e atores financeiros que operam nos mercados doméstico e internacional. Segundo Evans e Hubbard (2008), é um processo no qual os mercados e serviços financeiros têm prioridade sobre a economia real, cuja produção de bens e serviços cria riqueza para satisfazer as necessidades da sociedade. Para estes autores, a globalização afetou a distribuição de renda da economia, reduzindo a participação dos salários na renda total, devido à desregulamentação dos mercados financeiros, o que favoreceu a

ampliação da riqueza através de suas operações. A financeirização tornou-se a forma dominante de reprodução e acumulação da economia.

Para Stockhammer (2004), a financeirização refere-se ao aumento das atividades das empresas não-financeiras nos mercados financeiros. Ele afirma que este processo afetou a estrutura interna das empresas e seus objetivos, agora mais voltados à criação de riqueza para os acionistas. Esta mudança de foco reduziu o desejo de investir em capital físico por parte das empresas.

Este autor realiza um estudo detalhado sobre o impacto da financeirização na performance das empresas e no crescimento econômico. O autor afirma que a financeirização resultou no alinhamento entre os interesses do gestor e dos acionistas, sendo ambos mais interessados no comportamento do lucro de curto prazo do que nos resultados de longo prazo. Assim, as empresas enfrentam um *trade-off* entre lucro de curto prazo e investimento, onde este pode ser afetado de forma negativa. Desta forma, um aumento da rentabilidade das ações no mercado de capitais pode ter efeito ambíguo sobre o investimento e o consumo, não resultando necessariamente em um ciclo virtuoso, como ocorreria em um processo de acumulação “*finance-led*”. Neste contexto, Stockhammer (2004) desenvolve o conceito de “*finance-dominated*”, cujas características são: a) os gastos de consumo podem ser dirigidos pelo crescimento do crédito das famílias e não apenas pelo aumento da renda. Esta expansão do crédito pode ampliar suas dívidas, criando fontes de instabilidade da economia, como discutido por Minsky (1986), pois a elevação da taxa de juros ou períodos de reversão do ciclo geram dificuldades para renovação dos débitos, ampliando a fragilidade financeira das empresas e da economia como um todo; b) os gastos de investimento são lentos devido a orientação para a maximização da riqueza dos acionistas, elevando a incerteza a respeito do crescimento da economia; c) a desregulamentação dos mercados financeiros resultou no aumento do fluxo de capital internacional e, conseqüentemente, elevou a volatilidade da taxa de câmbio, o que conduz a um aumento da incerteza sobre a performance da economia e a repetidas crises financeiras; d) a função principal do setor público é a estabilidade dos preços e a promoção de um ambiente institucional que propicie o desenvolvimento dos mercados financeiros; e) nesse regime de acumulação o crescimento da demanda agregada é moderado; f) por último, a economia exhibe um alto grau de fragilidade, com crises tipicamente originadas nos mercados financeiros doméstico e internacional.

O sistema financeiro, além de ser uma das fontes de recursos para o investimento, passa a ser uma fonte de valorização e ampliação do capital e da riqueza. Consequentemente, este processo influencia o padrão de financiamento, a estrutura de capital, o investimento, a produção, o consumo, a poupança, a gestão das organizações e o sistema de governança corporativa. Ou seja, a financeirização implica em mudanças de ordem micro e macroeconômica.

Para que a financeirização tenha se tornado a forma de acumulação dominante foram necessários novos arranjos institucionais, diferentes daqueles que prevaleceram na era do fordismo. Nesse novo quadro, as novas instituições atribuem um papel determinante às variáveis financeiras nas decisões de investimento e produção. Além disto, a financeirização pressupõe uma política monetária subjugada às demandas dos detentores do capital moeda e do sistema bancário e financeiro (Aglietta, 2000 e Boyer, 2009).

Nesta tese, segue-se a visão regulacionista, na qual a financeirização é o novo regime de acumulação da economia, definido pela subordinação das atividades produtivas ao interesse do capital financeiro. A adoção da maximização da riqueza do acionista como modelo de governança é uma das dimensões desta nova forma de acumulação, que afeta a gestão das empresas. Sob este modelo de governança, as empresas passam a focar o crescimento de curto prazo, relacionado a seu valor no mercado de capitais, em detrimento do crescimento de longo prazo via investimentos produtivos, o que restringe o crescimento econômico do país. Esta estratégia afeta sua estrutura patrimonial, elevando sua fragilidade às mudanças adversas nas expectativas dos preços dos ativos, financeiros e de capital, e da taxa de juros. Portanto, a financeirização possui impactos microeconômicos, traduzidos pelo padrão de financiamento e pela estrutura financeira das empresas, que resultam em efeitos macroeconômicos.

1.2 – O processo de liberalização e desregulamentação do mercado financeiro.

Para que as finanças tenham se tornado a forma dominante de regulação da economia foi necessária uma ampla reforma institucional que subjugasse o processo de acumulação ao interesse do capital rentista. O retorno da dominância financeira deu-se através da mundialização financeira, como bem discutido por Chesnais (1996). Neste

novo estágio da internacionalização do capital as finanças é que determinam suas formas, conteúdos e as regras para a sua supremacia.

A concretização desta dominância foi viabilizada por políticas que facilitaram a concentração dos recursos não investidos pelas empresas e não consumidos pelas famílias para aplicação no circuito financeiro, e pela integração dos mercados financeiros nos planos nacional e internacional (Chesnais, 1996). O processo de liberalização e desregulamentação do mercado financeiro induziu à criação destas novas estruturas institucionais, permitindo que a financeirização se tornasse a forma de regulação dominante da economia, com impactos sobre a dinâmica de acumulação e sobre o ritmo do crescimento econômico.

De acordo com Duménil e Lévy (2005), com objetivo de impor a dominância financeira e controlar qualquer força social que pudesse impedir o progresso das finanças, o neoliberalismo estabeleceu uma nova ordem social cujas características são: desemprego duradouro, com o objetivo de reduzir o poder dos sindicatos e controlar os custos do trabalho; imposição de uma nova governança corporativa voltada para os interesses dos acionistas; e uso da crise da dívida dos países em desenvolvimento nos anos de 1980 para impor a estes a lógica financeira e a redução das intervenções do Estado na economia⁵. Além disso, os grandes investidores institucionais dos principais países desenvolvidos determinaram as regras do jogo no mundo globalizado e seus participantes (Chesnais, 2005). Depreende-se, então, que o neoliberalismo é a expressão da nova hegemonia financeira e dos novos investidores, ou seja, a financeirização da economia é a raiz do neoliberalismo e não a consequência deste processo. Ou, de outra forma, o neoliberalismo é a concretização das mudanças institucionais demandadas pelo capital financeiro para viabilizar sua hegemonia.

Segundo Plihon (2005), a globalização promoveu a desregulamentação e a liberalização comercial e financeira, bem como a descompartimentalização dos mercados e a desintermediação financeira. A liberalização financeira pode ser entendida como o fim dos obstáculos que separavam os mercados nacionais dos estrangeiros. O fim dessas restrições se consubstanciou na liberalização dos fluxos de capital, o que permitiu o aproveitamento dos diferenciais de câmbio e de juros entre países e o desenvolvimento do mercado de *securities* e de capitais. Este processo resultou na

⁵ A visão neoliberal argumenta que o Estado não é eficiente na alocação de recursos, portanto não deveria intervir diretamente na economia. As forças de mercado, através do mecanismo de preços, se encarregariam de promover a eficiência econômica. Entretanto, em momentos de crise o Estado é chamado para proteger e salvar o capital financeiro. Como discutido por Chesnais (1996), o processo de acumulação patrimonial ocorre sob a tutela dos estados nacionais.

criação de novos produtos financeiros, na redução do controle sobre a movimentação do capital e na integração dos mercados financeiros, com o aumento de aplicações estrangeiras nas bolsas nacionais.

Como observado por Aglietta (2004) e Salama (1998), houve um deslocamento da riqueza das famílias da poupança tradicional para aplicações financeiras que oferecem maior rentabilidade e liquidez. Esse processo foi dirigido pelos investidores institucionais e facilitado pela tecnologia da informação e pelas inovações financeiras (Braga, 1996). Estas conferiram maior liquidez às novas aplicações, através de maior facilidade e rapidez na transferência destes recursos entre depósitos à vista e a prazo. Este fenômeno corresponde ao processo de mundialização financeira e de acumulação patrimonial discutido por Chesnais (1996), onde há uma rápida expansão dos mercados de títulos de dívidas, com a finalidade de atender a interesses dos governos e dos investidores institucionais⁶.

O sistema financeiro internacional, cuja finalidade era financiar o comércio externo e os desequilíbrios do balanço de pagamentos sob os pilares do acordo do Bretton Woods, passou a ser dominado pelas operações especulativas⁷. Estas possuem as seguintes características: a) implicam em tomada de risco, b) são auto-suficientes e, c) são, geralmente, realizadas a prazo. Assim, a globalização envolve a eliminação interna de barreiras sobre a mobilidade do capital financeiro e novas relações de interdependência entre os mercados cambiais, monetários e de capitais nacionais e internacionais, com o objetivo de desenvolver as finanças liberalizadas e orientadas pelos mercados.

A desregulamentação e a liberalização permitiram a descompartimentalização do mercado financeiro e a autonomia do sistema financeiro em relação ao setor produtivo. Este processo resultou em mercados de câmbio e monetário liberalizados, na abertura dos mercados de títulos aos diversos agentes econômicos nacionais e internacionais, na

⁶ De acordo com Chesnais (1996) e Fernandes (2009), a liberalização financeira atendeu aos interesses dos governos e dos investidores institucionais. Devido à necessidade de financiar o déficit público, que se tornou crescente a partir dos anos de 1970, esta liberalização permitiu aos governos a securitização da sua dívida e a expansão das suas fontes de financiamento. Para os investidores institucionais, este processo aumentou o comprometimento da receita do governo com o pagamento do serviço da dívida e o aprofundamento dos déficits públicos, o que possibilitou o aumento do poder destes investidores sobre os governos.

⁷ A especulação contradiz os principais postulados da economia novo-clássica, a saber: 1) a homogeneidade dos comportamentos: a especulação não pressupõe um comportamento uniforme dos agentes, portanto, não é possível a abordagem do agente representativo; 2) o equilíbrio geral: as trocas dos mercados não ocorrem exclusivamente via preços relativos, pois dependem das expectativas sobre os preços dos ativos; e 3) as expectativas racionais: o comportamento de um agente depende do comportamento dos demais, de forma que as ações coletivas determinam as ações individuais, como discutido por Keynes (1986).

abertura da bolsa de valores às empresas estrangeiras e dos bancos à concorrência ao capital estrangeiro.

A desintermediação permitiu que instituições financeiras não-bancárias tivessem acesso aos mercados de empréstimo e os bancos acesso ao mercado de capitais. Este fenômeno, juntamente com a desregulamentação, resultou na expansão da securitização como mecanismo para os agentes, inclusive os bancos, financiarem suas posições de curto prazo sem a necessidade de um intermediário. Este processo deu maior liberdade às instituições financeiras, principalmente ao setor bancário, para buscar novas fontes de recursos e fixar as taxas de captação de depósitos. Como discutido por Dymski (1996), a desintermediação afetou as estratégias do setor bancário, tornando-as baseadas em: a) busca de novos mercados e internacionalização dos grandes bancos, principalmente nos países em desenvolvimento; b) redistribuição dos riscos, consequentemente, parte dos empréstimos é concedida à taxa de juros flutuante, e c) segmentação dos negócios e aumento da eficiência do setor através do *downsizing*. Além disso, os três “des” (desregulamentação ou liberalização, desintermediação e descompartimentalização) permitiram a ascensão de uma nova classe de investidores e sua supremacia nos mercados, os investidores institucionais.

Os neoliberais argumentam que a desregulamentação da economia promoveria o aumento da poupança e, consequentemente, do investimento e da taxa de crescimento, por vários motivos: 1) Este processo solucionaria o problema da repressão financeira e ampliaria as oportunidades de investimento, resultando na alocação mais eficiente dos recursos econômicos, como apresentado por Shaw (1973) e McKinnon (1973). 2) A liberalização da conta financeira permitiria que o capital se deslocasse para os países onde é escasso, reduzindo o custo deste capital. Este ponto é corroborado pelo trabalho apresentado por Henry (2003)⁸. 3) A liberalização financeira reduziria o risco do investimento, pois ampliaria a possibilidade de diversificação do portfólio. 4) Este processo promoveria o desenvolvimento do mercado financeiro local, pois, de acordo com Levine (1997), a entrada de instituições financeiras permitiria a troca de tecnologia e de *know-how* e aumentaria a oferta de crédito, elevando a eficiência do sistema. 5) Por fim, este processo aumentaria a disciplina do mercado sobre as instituições e sobre as

⁸ Henry (2003) realizou um estudo empírico que demonstra que a liberalização da conta financeira reduz o custo do capital e, consequentemente, aumenta o investimento, o produto por trabalhador, a taxa de crescimento e o tamanho e a eficiência do sistema financeiro, apresentando os seguintes resultados: após a liberalização da conta financeira, o mercado de capitais, o produto por trabalhador e o investimento cresceram, a uma taxa média, de 1,1%, 3,7% e 6,5% ao ano, respectivamente, enquanto o custo do capital reduziu-se, em média, 2,3% ao ano, nos cinco anos seguintes a liberalização.

políticas econômicas domésticas. Estes fatores, em conjunto, favoreceriam a disciplina do mercado sobre as instituições e a consequente alocação eficiente dos recursos econômicos.

Este processo de globalização resultaria na expansão do crédito com impactos diretos sobre o consumo, o investimento e a estrutura financeira das famílias, das empresas e do governo. Ou seja, a atuação das finanças na acumulação afetou de forma significativa a riqueza e a formação do patrimônio das famílias e das empresas, principalmente nos países mais desenvolvidos. Observou-se o aumento da posse de ativos financeiros (ações e títulos de dívidas, principalmente do setor público) e imobiliários por parte das famílias e das empresas em detrimento de ativos produtivos e da poupança tradicional. Segundo Aglietta (2004), o crescimento da riqueza entre os anos de 1986 a 1998 é resultado da expansão dos ativos financeiros e das dívidas. O autor observou um aumento da participação dos ativos financeiros das famílias e das empresas no patrimônio total, e uma queda da participação dos ativos reais, além de um aumento do endividamento das famílias e das empresas no mesmo período. Além disto, este processo também favoreceu o aumento do endividamento dos governos.

Porém, os fatos estilizados têm mostrado que, além de não aumentar a poupança e o investimento, a liberalização e a desregulamentação dos mercados financeiros ampliaram a fragilidade das economias e a probabilidade de crises financeiras e do balanço de pagamentos, principalmente nos países em desenvolvimento. De acordo de Dymski (1998), o influxo maciço de capital financeiro para um país pode resultar em bolhas de ativos e no aumento da fragilidade financeira, independente da estrutura do balanço de pagamentos. Consequentemente, o estouro desta bolha resulta em crises financeiras⁹, como as ocorridas nos anos de 1990 no México, na Coréia e na Rússia, e que seriam resultantes do processo de liberalização e desregulamentação financeira destas economias (Chang, Park e Yoo, 1998 e Salama, 2000). Da mesma forma, a crise financeira que ocorreu nos Estados Unidos e na Europa em 2008, com impactos em todo o mundo, também seria um desdobramento deste processo. Assim, a liberalização e a desregulamentação aumentam os riscos de ataques especulativos e a exposição dos países à volatilidade do capital e aos choques externos, principalmente para os países em desenvolvimento. Além disto, segundo Aglietta (2004), nos países desenvolvidos tem-se observado uma redução da poupança nacional e da taxa de investimento em relação ao PIB.

⁹ Este ponto será discutido mais detalhadamente nos próximos itens desta tese.

Os fatos têm corroborado a hipótese de Keynes (1986), de que um aumento da taxa de juros prejudica o investimento, contrariando as hipóteses neoclássicas¹⁰ e a teoria da repressão financeira. Segundo Keynes (1986), o investimento depende da eficiência marginal do capital e a poupança do nível renda da economia. Assim, um aumento da taxa real de juros, mantendo tudo o mais constante, reduz relativamente a eficiência marginal do capital e, conseqüentemente, o investimento e a renda, através do multiplicador. Dado que a poupança é um valor residual da renda, ela também diminui. É o investimento que criará seus próprios recursos, sendo o determinante do nível de poupança da economia. Para Keynes (1986) o importante é o circuito *finance-investimento-poupança-funding*, ou seja, a capacidade de transformar dívidas de curto prazo em dívidas de longo prazo. Então, aumentos da taxa real de juros prejudicam o investimento e o crescimento da economia.

Segundo Satlings e Studart (2006), a abertura do mercado nacional às instituições financeiras internacionais não aumentou a eficiência e a oferta de crédito, principalmente nos países em desenvolvimento. Isto porque os bancos estrangeiros tendem a emprestar para as grandes empresas, principalmente, as originárias do seu país, restringindo o crédito para as empresas locais e as pequenas. Assim, este processo tende a concentrar o capital nas grandes empresas e nas multinacionais, as quais já eram favorecidas antes deste processo.

Então, como observado por Crotty (2003), estas mudanças institucionais das últimas décadas impactaram negativamente a dinâmica da economia durante os anos de 1980 e 1990, com os seguintes efeitos: a) baixo crescimento do emprego, dos salários reais e do consumo; b) política monetária que favoreceu o endividamento das famílias e das empresas, principalmente nas economias desenvolvidas; c) política fiscal contracionista com o objetivo de reduzir e controlar o déficit público; d) crescimento lento do investimento bruto e; e) austeridade da política monetária e adoção do Consenso de Washington como a forma eficiente de política econômica, com aceitação da hipótese de que os mecanismos de mercado, livre das intervenções estatais, é o mais eficiente na alocação dos recursos econômicos e a conseqüente redução da participação do Estado na economia.

¹⁰ Para os economistas neoclássicos, a taxa de juros *ex-ante* é a variável que equilibra a oferta e a demanda de fundos emprestáveis. Assim, o nível de poupança determina o investimento. Contudo, para Keynes (1987), a taxa de juros *ex-ante* não é relevante para a determinação da poupança, estando relacionada à preferência pela liquidez dos agentes, de forma que dependerá da demanda e da oferta por moeda.

Como discutido por Evans e Hubbard (2008), a globalização e a desregulamentação financeira afetaram de forma diferenciada os agentes econômicos. Primeiro, este processo aumentou a desigualdade de renda, por dois motivos. A partir de 1980, os salários nominais foram reduzidos, resultado do processo de terceirização, de reengenharia e do uso das tecnologias de informação, diminuindo a participação do salário no PIB. Segundo, as inovações financeiras favoreceram as famílias mais ricas, as quais podiam aplicar parte de sua renda em ativos financeiros, ampliando ainda mais a desigualdade. Além disso, a onda de fusões e aquisições que ocorreu, principalmente nas economias mais desenvolvidas, resultou na instabilidade dos mercados e na ampliação dos conflitos de interesse entre os gestores e os acionistas externos.

O processo de financeirização modificou as relações trabalhistas, o regime monetário, as formas de concorrência, de produção e de gestão das organizações. Estas mudanças afetaram a dinâmica de acumulação, que não ocorre mais exclusivamente via progresso tecnológico. O capital rentista busca sua acumulação também através dos mercados de capitais, de crédito, monetário e de câmbio, desregulamentados e mundializados.

Os processos de desregulamentação e liberalização financeira atendiam aos interesses dos novos atores financeiros, os investidores institucionais, que desejavam novas oportunidades de investimento e novos mercados. De acordo com Crotty (2003), na década de 1960, os investidores institucionais detinham 12% das ações e as famílias 62%, nos Estados Unidos. Porém, na década de 1990, passam a deter 42% das ações e em 2005, 65%. Além disto, detêm 68% das ações das 1000 maiores empresas norte-americanas. Portanto, observa-se o aumento da concentração do capital nos Estados Unidos nas mãos destes investidores e a redução do tempo médio na posse das ações, que passou de 10 anos na década de 1980 para no máximo um ano na década de 1990. Portanto, houve uma mudança no perfil do investidor, aumentando a importância dos investidores institucionais em relação aos demais.

Estes investidores têm metas e comportamentos diferentes dos investidores antigos. Segundo Crotty (2003), os investidores institucionais têm os seguintes objetivos: a) obter a maior rentabilidade possível em menor tempo, b) manter o maior grau de liquidez possível de seus ativos e, c) diversificar os riscos. Estes objetivos moldam seu comportamento, da seguinte forma: a) para diversificar o risco, setorial e geográfico, não têm controle majoritário das organizações; b) como são acionistas minoritários não participam diretamente da gestão da empresa, contudo exercem o

controle através dos resultados financeiros ou do conselho administrativo. Ou seja, o gestor é submetido ao controle externo do mercado financeiro; c) como desejam maior grau de liquidez de seus ativos, consideram os títulos de propriedade como ativos financeiros, exigindo um retorno compatível com a rentabilidade do mercado financeiro; d) dada sua impaciência em relação ao retorno do capital, se preocupam com resultados financeiros de curto prazo. Tem-se uma mudança no perfil do investidor do capital paciente para o impaciente. Ou seja, enquanto nos anos anteriores a performance da empresa estava relacionada com os resultados no mercado de bens e serviços, para os investidores institucionais, os resultados dependem da performance da empresa no mercado de capitais.

A ascensão do investidor institucional como o principal *player* do mercado financeiro modificou o papel das empresas e do gestor. Como discutido por Chandler (1977), a revolução gerencial no início do século XX dava ao gestor um papel de destaque. Era ele que determinava o retorno do capital, o nível de emprego, o preço, a produção, o investimento, os planejamentos estratégicos e de *marketing*, entre outros. Os acionistas eram dispersos e tinham pouca influência sobre as decisões da empresa. Com a financeirização, a estrutura organizacional passou a ser construída de forma que os acionistas externos possam influenciar as decisões estratégicas da empresa. Os investidores externos passam a ter uma presença maior nas tomadas de decisão através dos conselhos de administração, conseqüentemente, pressionam o gestor por altos retornos financeiros e grandes distribuições de dividendos. Ocorre uma mudança na remuneração do gestor, a qual está relacionada à performance da empresa no mercado de capitais e não mais diretamente aos resultados do mercado de bens. Observa-se um esforço em alinhar os interesses do gestor aos dos acionistas. Nesse sentido, o objetivo principal da empresa é maximizar o lucro, pois assim estará alocando os recursos de forma mais eficiente e criando riqueza ao acionista e encontraram respaldo nas novas teorias financeiras e de governança corporativa, como pode ser visto no trabalho de Shleifer e Vishney (1996).

O gestor passou a atender aos objetivos financeiros e aos princípios de governabilidade e a gestão ficou focada nos interesses dos acionistas externos. Assim, as decisões do gestor visam resultados de curto prazo em detrimento dos objetivos de longo prazo. Segundo Dore (2008), a aplicação do direito de propriedade, pelo qual o sistema legal confere ao acionista o direito de exercer o seu poder nas empresas através da governança, é outra forma da dominância das finanças sobre a atividade produtiva.

Dado que os investidores institucionais desejam um ambiente econômico e institucional estável que garanta seus direitos de propriedade e o retorno de seu investimento, estes impõem sua dominância, estabelecendo o movimento de maximização da riqueza do acionista como a forma mais eficiente de governança corporativa. Para isso, encontram na Teoria das Agências o suporte teórico que embasa a dominância das finanças sobre as organizações. O retorno da visão do mercado de capitais como a instituição mais eficiente na alocação dos recursos econômicos e no monitoramento da performance das empresas, vem atender os interesses destes investidores. Assim, o processo de liberalização financeira seria condição necessária, mas não suficiente, para a dominância das finanças sobre a atividade produtiva.

Tem-se o desenvolvimento de novas teorias de estrutura de capital e financeira para justificar o controle do mercado sobre as empresas e o movimento de maximização da riqueza dos acionistas como a forma mais eficiente de governança. O desenvolvimento desta nova teoria na literatura econômica financeira trata dos problemas de agência e assimetrias de informação, como observado nos trabalhos de Jensen e Meckling (1976), Fama e Jensen (1983a, 1983b) e Jensen (1986), Klein (1983), Harris e Raviv (1991) e Hart e Moore (1998).

1.3 – Governança Corporativa: a visão dominante

A perda de liderança das empresas norte-americanas para as japonesas na década de 1980 fez com que a governança corporativa se tornasse um dos pontos centrais do debate dos economistas neoclássicos, onde as questões microeconômicas se tornaram foco da discussão, pois era necessário reestruturar as empresas que apresentavam baixa rentabilidade¹¹. Quando a recessão da economia japonesa e a crise dos países asiáticos¹² possibilitou a recuperação da hegemonia das empresas norte-americanas, houve a difusão deste debate pelo mundo, principalmente, entre os países em desenvolvimento. Neste contexto, ocorre o retorno da hegemonia das práticas gerenciais norte-americanas,

¹¹ A baixa rentabilidade de algumas empresas americanas e o desenvolvimento da teoria das agências demandaram a criação de um controle corporativo que disciplinasse a conduta dos gestores para forçar o alinhamento dos interesses (Lazanick e O'Sullivan, 2000).

¹² Para os economistas do *mainstream* econômico, a crise Coreana resultou de: a) um sistema de governança que não protegia os acionistas minoritários, b) uma política industrial que propiciou um aumento do investimento, e c) uma relação próxima das empresas com o governo – “*crony capitalism*” – resultando em problemas de conduta moral por parte dos gestores (Chang, Park e Yoo, 1998).

as quais se consubstanciam na maximização da riqueza do acionista como o princípio da governança corporativa eficiente.

O debate sobre governança corporativa, na visão dominante, tem origem na Teoria das Agências. A relação de agência ocorre nas situações em que o principal (acionista) emprega o agente (gestor) para exercer certas atividades em seu nome, resultando na cessão de direitos de decisão e do controle dos meios de produção ao agente. Porém, dado que o agente é maximizador de utilidade, ele terá incentivos para desviar-se do objetivo da empresa, que é maximizar a riqueza do principal. O agente pode agir de forma a maximizar seu próprio interesse, associado às benesses de seu cargo, e não o objetivo do principal, resultando no conflito entre agente e principal, gerando custos de agência¹³ (Jesen e Meckling, 1976; Fama e Jesen, 1983a e 1983b e Jesen, 1986). A dispersão do capital, provocando a separação entre propriedade e controle, como discutido inicialmente por Berle e Means (1932) e depois por Jesen e Meckling (1976), resultou em problemas de agência¹⁴.

De acordo Jesen (1986) e Harris e Raviv (1991), o comportamento oportunista do agente está associado à folga financeira. O gestor/acionista tenderia a ter um comportamento menos parcimonioso em empresas com excesso de recursos e mais parcimonioso naquelas com menos recursos. Dado que gestor não se apropria de todo o lucro gerado por suas atividades, mas arca com todos os custos, haveria incentivos para utilizar mal os recursos econômicos da empresa, maximizando sua função objetivo (com o uso de recursos em benefício próprio, através de salários elevados, escritórios caros, entre outros) em detrimento dos acionistas. Assim, a principal fonte do problema de agência seria o excesso de caixa, que induziria o gestor a utilizar os recursos em projetos arriscados ou em benefício próprio. Consequentemente, políticas que reduzissem o excesso de caixa livre, como o uso de dívidas, recompra de ações ou distribuição de grandes dividendos, poderiam minimizar o problema de agência¹⁵.

¹³ Os custos de agência são: a) despesas de monitoramento por parte do principal, b) custo residual, e c) despesas com a concessão de garantias contratuais por parte do agente. Ou seja, os custos de agência incluem os custos envolvidos na elaboração de contratos entre acionistas e gestores, os custos de monitoramento e as perdas monetárias e não monetárias associadas à concessão de garantias (Jesen e Meckling, 1976).

¹⁴ A dispersão do capital fez com que os acionistas deixassem de ser agentes ativos nas tomadas de decisão para tornarem-se agentes passivos. Antes, os acionistas tinham controle sobre os bens produtivos e eram responsáveis por eles, agora têm apenas um pedaço de papel representando uma série de direitos e expectativas, tendo pouco controle sobre os meios de produção. As decisões das empresas e a maximização de sua riqueza ficam sob o controle de terceiros, alheios aos seus esforços. Tem-se o início do conflito entre o acionista e o gestor – a relação de agência (Berle e Means, 1932).

¹⁵ De acordo com Jesen (1986), estas políticas reduzem os recursos sob controle do gestor, reduzindo seu poder. Além disto, o uso de dívidas motivaria os gestores a buscar investimentos que resultassem em

Segundo Fama e Jensen (1983a, 1983b) o problema de agência depende do risco total que o agente carrega, o qual está relacionado ao tamanho da organização. Este associa-se à sua complexidade. Uma organização não complexa é aquela em que uma ou mais pessoas controlam a empresa e possuem todas as informações relevantes para a tomada de decisão. É, geralmente, uma firma pequena onde é difícil separar o controle da gestão. Consequentemente, a divisão do risco é muito custosa, o que minimiza o problema de agência. Por outro lado, a organização complexa é aquela em que poucas pessoas têm informações relevantes para a tomada de decisão. Isto ocorre com maior frequência em empresas de grande porte, onde a divisão entre propriedade e controle é mais fácil e mais barata – redução do carregamento do risco. Nestas organizações o custo de agência tende a ser maior, pois este problema resulta da separação entre propriedade e controle, e não pode ser solucionado de forma barata nas organizações complexas.

Contudo, para Klein (1983) e Hart e Moore (1998), os custos de agência não decorrem apenas da separação entre propriedade e controle, mas também da incapacidade de se prever todas as contingências futuras, o que resulta em contratos incompletos¹⁶, de forma que é impossível determinar de maneira precisa quem tem direito sobre os valores residuais. Devido a sua proximidade com as atividades da empresa, o agente possui mais competência e conhecimento que o principal, o que lhe permite controlar os direitos residuais, favorecendo um comportamento de auto-interesse e resultando no conflito entre agente e principal.

Nesta visão, a firma é definida como um “*nexus*” de contratos e de relações de propriedade, figurando simplesmente como uma abstração jurídica. Assim, o comportamento do gestor depende de como estes contratos são elaborados. Ou seja, as firmas são criadas como uma estrutura de incentivos que objetiva reduzir o comportamento oportunista do agente e os custos de agência. Em outras palavras, a estrutura de contrato de uma empresa limitaria o risco do empreendimento, pois especifica as obrigações e os incentivos dos gestores (Jensen e Meckling, 1976 e Fama e Jensen, 1983a).

fluxos de caixas maiores, promovendo uma alocação mais eficiente dos recursos econômicos. Assim, a criação de dívidas reduziria os custos de agência e criaria valor ao acionista.

¹⁶ Os contratos são incompletos por duas razões, a saber: 1º) a grande variedade de contingências futuras torna difícil e custoso especificar e propor condutas a cada uma delas, gerando uma incerteza inerente ao processo de confecção dos contratos; e, 2º) a multiplicidade de contingências e de reações possíveis a cada uma demandam muito tempo e recursos para executar, monitorar e reformular os contratos, limitando a eficiência dos mesmos (Klein, 1983).

Ao levar à alocação ineficiente dos recursos econômicos, o comportamento oportunista do gestor reduz a geração de riqueza aos acionistas externos, levando-os a diminuir a quantidade de recursos que desejam emprestar às empresas, além de afetar o desenvolvimento e o crescimento dos mercados financeiros, principalmente, o de capitais. Assim, os investimentos em ativos reais das empresas tendem a diminuir, afetando o desenvolvimento tecnológico, a competitividade, a taxa de crescimento da economia e o bem-estar da sociedade como um todo.

Os problemas de agência demandam o desenvolvimento de incentivos que alinhem os interesses do gestor aos dos acionistas e de um aparato legal que proteja os direitos dos acionistas minoritários, minimizando os custos de agência. Assim, contratos poderiam ser elaborados para que o agente fosse provido de incentivos apropriados para atender ao interesse do principal. Nesse sentido, tem-se o conceito da governança corporativa como um conjunto de regras determinadas pelo mercado para coordenar as transações e as relações entre os agentes, incluindo situações não previstas no contrato inicial e que podem surgir durante a execução da transação (Williamson, 1988 e Hart, 1995). De acordo com Fama e Jensen (1983a), o objetivo dos contratos é minimizar os custos de agência. Mas, por que proteger o acionista em detrimento dos demais *stakeholders*?

Os acionistas têm direito apenas sobre o valor residual e, ao contrário dos outros *stakeholders*, são os únicos que não têm o seu retorno garantido em contratos. Além disto, carregam sozinhos o risco do investimento e, conseqüentemente, incorrem em custos de monitoramento. Para o *mainstream* econômico, dado que todos os outros *stakeholders* são remunerados pela sua produtividade, o acionista também tem o direito de ser remunerado pela produtividade do capital investido, a qual é dada pelo valor residual. De acordo com esta linha de pensamento, se cada agente está maximizando sua função utilidade, tem-se um aumento do bem-estar da economia como um todo. Assim, a maximização da riqueza dos acionistas resultaria em uma alocação mais eficiente dos recursos econômicos (Jensen, 2000). Então, um sistema de governança corporativa eficiente seria aquele que desenvolvesse uma estrutura adequada de controle da empresa de forma a cumprir metas estratégicas, voltadas para a construção de valor para o acionista, definidas pelo conselho de administração. Portanto, este sistema de governança deveria fornecer informações relevantes para que os acionistas possam controlar a alocação de seus recursos na empresa.

Segundo Sheifer e Vishny (1996), a governança corporativa trata das relações entre a direção da empresa, o conselho de administração, os acionistas e outras partes interessadas. Para os autores, um sistema de governança corporativa eficiente seria aquele que assegura que os fornecedores do capital terão o retorno dos seus investimentos, reduzindo a possibilidade de expropriação por parte do gestor. Já para a OCDE (2004), a governança corporativa é o sistema pelo qual a organização é dirigida e controlada, especificando a distribuição dos direitos e responsabilidades e definindo as regras de tomada de decisão. É o mecanismo que fornece as bases para o estabelecimento dos objetivos da empresa, os meios para alcançá-los e os instrumentos para acompanhar seu desempenho, sendo um dos determinantes do crescimento econômico do país. Seu objetivo é criar riqueza aos acionistas e protegê-los, possibilitando um maior controle do mercado sobre a empresa, uma vez que este mecanismo seria mais eficiente na monitoração das ações do gestor e na alocação dos recursos econômicos das empresas.

Este modelo de governança é de origem anglo-saxônica deveria ser seguido por todos os países, pois seria a melhor prática de governança – “*best practice*”, segundo OCDE (2004), Jensen (2000). Assim, um sistema de governança corporativa eficiente seria aquele que assegura o retorno do capital e garante a proteção legal dos direitos de propriedade dos investidores, sendo fundamental que os acionistas, principalmente os minoritários, tenham direitos sobre os valores residuais.

Sob esta visão, as empresas que adotam bons princípios de governança corporativa teriam as melhores perspectivas de crescimento. Seguindo esta linha de pensamento, La Porta *et al* (1999a) e Bhagat e Bolton (2008) argumentam que a proteção legal do direito de propriedade dos acionistas minoritários e boas práticas de governança corporativa elevam o valor da empresa e a eficiência da economia. Ou seja, uma proteção legal mais eficaz estaria associada à maior valorização dos ativos da empresa e à maior taxa de crescimento da economia. No mesmo sentido, Gompers, Ishii e Metrick (2003), afirmam que durante toda a década de 1990 o retorno, ajustado pelo risco, de ações de empresas cujo direito de propriedade é forte superou em 8,5% ao ano o retorno de ações cujos direitos dos acionistas são fracos, e Klapper e Love (2004) demonstram que boas práticas de governança afetam positivamente a performance das empresas, principalmente em países onde o direito de propriedade dos acionistas é fraco e a justiça é ineficiente.

De acordo com Carlin e Mayer (1999), há uma relação entre sistema financeiro, sistema corporativo, proteção legal e a performance da economia. A proteção legal melhora a eficiência dos sistemas financeiro e corporativo, estimulando investimentos da indústria em P&D e formação de mão-de-obra especializada. Assim, a proteção legal afeta positivamente a taxa de investimento e de crescimento da indústria. Portanto, países com melhor proteção legal têm um sistema financeiro e corporativo mais desenvolvido e, conseqüentemente, maior taxa de crescimento. Vários trabalhos mostram a relação entre proteção legal, boas práticas de governança corporativa, gastos em P&D e crescimento econômico, como se pode observar em Tylecote e Ramirez (2006) e Lazonick (2007).

A governança corporativa está associada à relação do gestor com os acionistas externos, à alocação dos recursos econômicos e à gestão da empresa. Pode-se concluir que é um meio de controle para que o agente não se desvie dos interesses do principal, que utiliza dois mecanismos: o uso de contratos de compensação, criando incentivos para que o gestor atenda aos interesses do acionista (Hart, 1995); e o controle do mercado sobre a empresa, através do comportamento do preço das ações e dos mecanismos de *takeover* (Lazonick e O'Sullivan, 2000).

Em uma economia financeirizada, os investidores impõem o modelo de governança corporativa orientado pelo mercado como o mais eficiente, pois favorece a internacionalização do capital e a dominância do capital financeiro sobre o setor produtivo, além de reduzir os custos de agência da dispersão do capital (Lazonick e O'Sullivan, 2000). Este modelo é imposto principalmente nos países em desenvolvimento, onde os direitos de propriedade e a justiça não seriam eficientes, reforçando o objetivo de reduzir o risco de expropriação do capital do investidor. A maximização da riqueza do acionista como princípio de governança corporativa resulta da dominação das finanças sobre a atividade produtiva, pois atende diretamente aos interesses dos investidores externos, possibilitando o controle do mercado sobre a alocação dos recursos.

A partir da implementação deste princípio, estes países experimentariam o aumento do influxo de capital internacional para aplicação nas empresas com melhores práticas de governança, aumentando a eficiência destes mercados e desenvolvendo os sistemas financeiros, pois o capital busca novos mercados de capitais estáveis e com poucas turbulências empresarias (OCDE, 2004).

Considerando a criação de riqueza para o acionista como o objetivo da empresa, o gestor é forçado a rever suas técnicas de trabalho, pois as estratégias adotadas têm que resultar em uma taxa de retorno aceitável pelo mercado. Segundo Paulré (2011), a vantagem desta estrutura de governança é que seria possível unir as finanças e a gestão das empresas sem a necessidade de impor um controle direto sobre o gestor. Assim, o investimento se tornaria mais cauteloso, sendo realizado apenas se o aumento na riqueza do acionista for garantido.

O movimento de liberalização financeira, a supremacia dos investidores institucionais e o desenvolvimento das novas teorias financeiras relacionadas com o problema de agência deram sustentação à dominância dos mercados financeiros sobre as empresas e à maximização da riqueza do acionista como princípio de boa prática de governança corporativa.

De acordo com os teóricos neoclássicos, o mercado de capitais representa a instituição de governança na qual o problema de agência pode ser minimizado e a alocação eficiente dos recursos pode ser alcançada. O mercado de capitais funcionaria como “*market corporate control*”, ou seja, a performance de uma empresa ou o comportamento de um gestor estariam associados ao valor da empresa no mercado de capitais. Se houver falhas no desempenho da empresa ou abuso de posição por parte do gestor, os acionistas podem vender suas ações, realocando seus recursos em outras empresas que os utilizem de forma mais eficiente, o que levaria a uma queda no preço das ações, facilitando as aquisições hostis (*takeover*). Então, o gestor preferiria distribuir o excesso de caixa livre em forma de dividendos ou de recompra de ações, criando valor para o acionista. Assim, este mercado desencorajaria o excesso de caixa livre e o comportamento oportunista do gestor. Portanto, o processo de formação de preços e o *takeover* são mecanismos que disciplinam o comportamento do gestor e alinham seus interesses aos dos acionistas. Desta forma, se concretiza o retorno da hegemonia dos interesses do acionista e se configura outra fonte de poder aos investidores externos, principalmente os institucionais, sobre as empresas.

1.3.1 – O controle do mercado e a financeirização da economia

O desenvolvimento do mercado de capitais permite que os agentes possam auferir expectativas em relação aos preços futuros dos ativos e, assim, avaliar se os recursos econômicos estão sendo alocados de forma eficiente. Se o gestor selecionar

investimentos não eficientes do ponto de vista econômico ou não compatível com a rentabilidade do mercado, isto se refletirá no valor de mercado da empresa. Além disto, o desenvolvimento do mercado de capitais aumenta a liquidez dos títulos, amplia as possibilidades de investimento e, conseqüentemente, reduz o risco do investidor (possibilidade de diversificação).

No contexto da maximização da riqueza do acionista, a função do mercado de capitais é ampliada, pois além de ser uma das fontes de recursos econômicos e de dar liquidez e mobilidade aos diversos títulos financeiros, via mercado secundário, agora exerce o papel de monitorar o comportamento do gestor. Ou seja, é o mercado de capitais que seleciona e molda os novos investimentos, influencia o volume de produção e as estratégias das empresas, minimiza os custos de agência e afeta o consumo das famílias via efeito riqueza. É através dele que os investidores comparam as taxas de rentabilidade das ações das diversas empresas, sendo utilizado para alinhar o interesse do gestor ao dos acionistas. Portanto, é o mercado de capitais que determina qual deve ser a taxa de retorno dos investimentos produtivos das empresas.

Diante do exposto, depreende-se que o mercado de capitais transforma-se em uma nova fonte de reprodução e acumulação de riqueza, tornando-se o principal indicador da performance micro e macroeconômica. A gestão da empresa e as decisões de investimento da economia como um todo ficam subordinadas a seu controle. Este papel do mercado de capitais é defendido pelo *mainstream* por considerá-lo o mecanismo mais eficiente na alocação dos recursos econômicos. Neste sentido, desenvolve-se uma racionalidade teórica que defende uma governança corporativa voltada para o interesse dos acionistas, pois promove o desenvolvimento do mercado de capitais. Na ausência de externalidades, o bem-estar da sociedade como um todo seria maximizado quando cada firma maximizasse seu valor de mercado. Assim, o *market control* estimularia o crescimento econômico e aumentaria o bem-estar da sociedade (Jesen, 1998 e 2000; Shleifer e Vishney, 1996). Além disso, pela hipótese de mercados eficientes, o preço das ações reflete todas as informações das empresas (passadas, presentes e futuras) e, conseqüentemente, o seu valor fundamental (Fama, 1970 e 1991).

Nesta linha de raciocínio, Jesen e Murphy (1990) afirmam que políticas de compensação para o gestor através do mercado de capitais alinham seus interesses aos dos acionistas, tornando a criação de riqueza o principal objetivo da empresa. Kaplan (1994) e Kaplan e Minton (1994) também demonstram que quando a riqueza do gestor está associada ao desempenho das ações no mercado de capitais, ele busca a eficiência

alocativa dos recursos na empresa. E Kaplan (1998) mostra que os gestores das empresas japonesas e alemãs estão mais preocupados em perder o emprego quando a performance da empresa é baixa no mercado de capitais do que quando as vendas são ruins.

Entretanto, em que pese a visão do *mainstream*, apresentada acima, os resultados empíricos têm mostrado que o modelo de governança voltado à maximização da riqueza dos acionistas é mais a exceção do que a regra. Além disto, segundo Berle e Means (1932), a dispersão do capital, hipótese central da Teoria das Agências é, também, exceção no mundo. De acordo com Singh (2002) e Santos (2009), a concentração de capital e o controle das empresas pelas famílias são as estruturas de capital mais comuns entre os países. Porém, ao contrário da crença neoclássica, isto não impede uma governança corporativa direcionada aos interesses dos acionistas, e também não desloca a atenção do gestor/acionista do crescimento de longo prazo. Além disto, um sistema de governança corporativa que maximize a riqueza do acionista nos moldes neoclássicos, não é um pré-requisito necessário para o crescimento econômico de longo prazo. Ao contrário, este modelo de governança induz a empresa a focar em resultados de curto prazo, em detrimento do longo prazo, o que compromete o investimento, a inovação tecnológica, a competitividade e o crescimento de longo prazo.

Assim, a visão do *mainstream* acerca da maximização da riqueza do acionista como princípio de “boa” governança corporativa pode ser questionada. Nesta tese acredita-se que a adoção deste princípio, principalmente nas economias em desenvolvimento, amplia a fragilidade das empresas e da economia como um todo, tornando a economia mais propensa à instabilidade e a crises financeiras.

1.4 – Governança Corporativa: uma visão crítica

Apesar de ser a visão dominante no debate sobre governança corporativa, o movimento de maximização da riqueza dos acionistas possui muitas falhas que levam ao questionamento de sua alegada eficiência na alocação dos recursos e no desempenho da economia. Existem indagações que a teoria das agências e o movimento de maximização da riqueza dos acionistas não conseguem responder: a) como explicar a boa performance de países onde o princípio de governança corporativa não está ligado à criação de riqueza ao acionista?; b) como medir o excesso de caixa livre ao longo da existência da empresa?; c) o movimento de maximização da riqueza dos acionistas e o

controle do mercado de capitais conseguem alocar de forma eficiente os recursos econômicos, evitar comportamentos de auto-interesse dos gestores/acionistas e fraudes contábeis e promover o crescimento de longo prazo?

Os economistas neoclássicos assumem que todos os recursos utilizados no processo de produção são remunerados pelo preço de mercado, o qual reflete a produtividade marginal e pode ser especificado em contratos. Assim, os preços das ações no mercado de capitais refletiriam a produtividade marginal do capital e o verdadeiro valor da empresa. Contudo, a coincidência entre a maximização do bem-estar social e a maximização da riqueza dos acionistas pressupõe certas hipóteses restritivas, tais como: mercados competitivos, economia aberta e ausência de barreiras à entrada, de economias de escala, de externalidades e de assimetrias de informação. Na prática, estas condições nunca são encontradas, o que coloca em dúvida a alocação eficiente dos recursos através do mercado e a maximização da riqueza do acionista como condição suficiente para maximizar o bem-estar da sociedade.

Além disto, a defesa da maximização da riqueza do acionista como princípio de governança corporativa fundamenta-se na ideia de que o acionista é o principal interessado na sobrevivência e no desempenho da empresa. Entretanto, os demais *stakeholders*, como trabalhadores e fornecedores, também se interessam pela sua performance na medida em que o desempenho da empresa também afeta o bem-estar destes. Assim, esta visão privilegia os acionistas, protegendo o capital rentista, em detrimento dos demais agentes da economia, que não buscam a reprodução do capital na esfera financeira.

Ademais, existem empresas com especificidades que impedem a aplicação deste princípio. De acordo com Lazonick (2006), as características de uma empresa inovativa, preocupada em se manter competitiva, contrariam algumas hipóteses do modelo neoclássico e colocam em dúvida a questão do excesso de caixa livre: 1) empresas inovativas não necessariamente são aquelas que alocam os recursos de forma mais eficiente; 2) a empresa inovativa não pode ser definida como um *nexus* de contrato; 3) nada garante o retorno do investimento em inovação, mesmo na presença de contratos, pois o processo de inovação é inerentemente incerto; 4) quando há investimento em inovação não é apenas o acionista que carrega o risco, o trabalhador também, pois lhe serão exigidos novos conhecimentos e habilidades, induzindo-o a investir em capital humano, sem um contrato que garanta seu retorno; e 5) a maximização da riqueza do acionista não é requisito para a inovação e o crescimento de longo prazo, pois o

processo de inovação necessita de três condições: a) integração social, b) controle estratégico e c) comprometimento financeiro. Nesse contexto, a governança corporativa deve ser tratada como uma instituição que tem como objetivo promover o desenvolvimento tecnológico e econômico e não como um mecanismo de alocação dos recursos de curto prazo.

No mesmo sentido, as evidências empíricas colocam em dúvida a relação entre a “boa prática” de governança corporativa, a performance da empresa e o crescimento econômico. Core, Guay e Rusticus (2006) não encontraram evidências entre a governança corporativa voltada para a criação de riqueza para os acionistas e o retorno das empresas na bolsa de valores. Para os autores, o anúncio de que as empresas fazem parte da governança corporativa não afeta o preço das ações e a proteção dos direitos de propriedade não resulta em retornos acima da média do mercado. Contrariando a tese neoclássica, Stockhammer (2004) demonstrou que o movimento de criação de riqueza aos acionistas afetou negativamente o investimento nos Estados Unidos, na França e no Reino Unido. Segundo o autor, sob este modelo o gestor prefere distribuir o excesso de caixa em forma de dividendos e de recompra de ações do que realizar investimentos, pois os acionistas estão mais preocupados com os resultados financeiros de curto prazo do que com o crescimento de longo prazo. Assim, a alegada eficiência alocativa do mercado de capitais, que se traduziria no aumento do investimento e no crescimento de longo prazo, revela-se uma falácia. Além disto, fatos estilizados mostram que países que não seguem os “bons” princípios neoclássicos de governança corporativa, em termos de sistema legal de cumprimento dos contratos e do direito de propriedade, têm apresentado elevadas taxas de crescimento, como os casos da China e da Índia.

Santos (2009), argumenta que a governança corporativa baseada no modelo anglo-saxão e nos ideais neoliberais não é suficiente para explicar o comportamento das firmas nos países em desenvolvimento. Isto porque esta visão ignora a importância das características específicas destes países na determinação do comportamento corporativo e as consequências das decisões das empresas sobre a macroeconomia e o desenvolvimento econômico. Segundo a autora, a homogeneização entre os países, das técnicas gerenciais e das instituições, em nível micro e macroeconômico, como preconizado pelo *mainstream*, desconsidera as assimetrias básicas entre os países desenvolvidos e em desenvolvimento, as amplas disparidades em seus níveis de desenvolvimento e a tensão constante das sociedades que se esforçam para realizar o *catching-up*. A autora também entende que há vários sistemas de governança

corporativa, com assimetrias entre eles e entre os países nos quais se situam, sem que sejam necessariamente relacionados à existência de fraquezas estruturais, falhas de mercado ou subdesenvolvimento institucional. Assim, ela conclui que a homogeneização de práticas a nível micro e macroeconômico não é natural nem desejável.

A hipótese de que o mercado é o mecanismo mais eficiente de governança pode ser entendida como uma interpretação reducionista e simplista por parte dos economistas do *mainstream* econômico do trabalho de Coase (1937). Para este autor, as empresas devem recorrer ao mercado apenas quando o custo¹⁷ de produzir internamente for superior ao custo de usar o mercado, caso contrário deveriam internalizar a produção. Assim, Coase (1937) não defende o mercado como o mecanismo mais eficiente na coordenação das transações econômicas, sendo um dentre os vários mecanismos de coordenação possíveis. Seu objetivo é explicar porque existem empresas, quais os fatores que determinam o seu tamanho, porque há empresas mais eficientes que outras e porque os contratos são elaborados, e não mostrar a soberania do mercado.

À medida que o *mainstream* limita sua análise das transações ao mercado, torna-se incapaz de perceber outros arranjos institucionais, de forma que o mercado é considerado a instituição única e soberana na coordenação das transações dos agentes. Entretanto, há uma diversidade de sistemas de governança que têm mostrado ser eficientes em diferentes ambientes econômicos, como apresentado por Singh, Singh e Weisse (2002). Portanto, o modelo de governança focado na criação de valor para o acionista é apenas um dentre os diversos sistemas de governança. Assim, os países, principalmente os em desenvolvimento, devem ser capazes de escolher aquele sistema que melhor se adapte à sua realidade. Além disto, a governança corporativa nos moldes do modelos anglo-saxão é simplista, pois questões institucionais, competitivas e tecnológicas, bem como as relações com fornecedores e trabalhadores não são levadas em consideração. O ambiente competitivo e tecnológico, no qual a empresa está inserida, também é negligenciado por este modelo (Berglof e Von Thadden, 1999).

Além disto, dado que a dispersão do capital é mais comum nos Estados Unidos e no Reino Unido, e que as estruturas mais encontradas no mundo, principalmente nos países em desenvolvimento e alguns países da Europa, são de concentração da propriedade – onde um acionista controla grande parte da empresa -, de estrutura familiar ou de capital fechado, o problema da expropriação por parte do gestor perde

¹⁷ Entende-se, neste caso, todos os custos, inclusive os de transação.

importância. Nestes casos, questões de sucessão familiar e de controle da corporação tornam-se mais relevantes e mecanismos de governança que solucionem estes problemas podem ser mais importantes para estas economias.

Para Froud *et al* (2000), a governança corporativa direcionada para a criação de riqueza para o acionista é consequência do movimento de financeirização e da liberalização da economia. Durante a década de 1980, o resultado das empresas e os desafios do gestor eram determinados pelos mercados de bens e a gestão das empresas seguia o modelo japonês. Neste período, houve a intensificação do movimento de fusões e aquisições, principalmente nos Estados Unidos, de recompra de ações por meio das alavancagens (LBO's) e através dos *privates equities*, e das práticas financeiras e contábeis para aumentar os lucros das empresas. Assim, o lucro passou a ser determinado cada vez mais pela acumulação patrimonial e menos pela atividade produtiva, dando forma a um novo modelo de governança corporativa. Quando a economia japonesa entrou em crise, no início da década de 1990, a eficiência de sua forma de gestão empresarial e de sua política econômica passaram a ser questionadas. Simultaneamente, ocorreu a recuperação da economia americana, o que provocou o retorno da hegemonia do modelo americano de gestão, de governança e de regulação da economia, os quais estão relacionados aos ideais da eficiência total dos mercados. O bom desempenho econômico dos Estados Unidos, induziu à crença de que seu modelo deveria ser seguido pelos demais países. Neste ambiente institucional, a competição ocorre agora em uma esfera global, com foco nos resultados financeiros.

Além das críticas ao mecanismo de governança corporativa voltada para a criação de riqueza ao acionista, trabalhos teóricos e empíricos também questionam a superioridade do mercado de capitais na alocação dos recursos. Ao contrário do que defendem os neoclássicos, Grossman e Stiglitz (1980) e Stiglitz (1989) afirmam que o preço das ações não reflete todas as informações disponíveis, pois há custos de transação que podem resultar em assimetrias informacionais. Consequentemente, o preço não representa corretamente o valor fundamental da ação, como demonstrado pelo modelo de Arrow (1964) e Debreu (1959).

Neste sentido, Keynes (1986) já afirmava que o desenvolvimento do mercado de capitais pode ter efeitos ambíguos sobre o investimento produtivo. Por um lado, pode expandir o investimento, pois ao aumentar a liquidez dos títulos financeiros tem-se a redução do risco do investidor. O mercado de capitais permite a reversão de parte ou da totalidade dos investimentos passados em dinheiro no presente, reduzindo o risco do

agente. Consequentemente, o investidor tende a diminuir sua preferência pela liquidez, aumentando a posse de ativos financeiros. Assim, há um aumento do volume de recursos financeiros destinados ao mercado de capitais e ao investimento produtivo.

Por outro lado, o mercado de capitais aumenta a volatilidade do investimento. Dado que este é reavaliado a todo o momento pelo mercado de capitais, as expectativas do investidor são afetadas. Assim, o investimento não depende apenas da expectativa e do estado de confiança do empresário, mas também do estado de confiança do investidor especulador em relação ao comportamento futuro do preço destes títulos.

De acordo com Keynes (1986), o mercado é formado por investidores profissionais e amadores, onde os amadores formam suas expectativas observando o comportamento coletivo. Dado que são poucos investidores que entendem de aplicações financeiras, estes acabam influenciando o comportamento daqueles menos hábeis. Ou seja, uma vez que os preços dos ativos dependem das expectativas em relação ao futuro e que os agentes têm dificuldade de prever o comportamento dos preços devido à incerteza, eles formulam suas expectativas observando o comportamento dos demais.

Porém, a presença dos investidores profissionais não atenua este problema, pelo contrário, amplia. Pois estes procuram antecipar a “psicologia do mercado” e não tentam calcular o valor esperado do investimento. Portanto, as expectativas individuais são formadas através de expectativas coletivas¹⁸. Para Keynes (1986) o mercado de capitais é como um cassino. Assim, o preço das ações não exprime o valor fundamental das empresas, pois o comportamento das bolsas reflete as expectativas coletivas dos agentes econômicos em relação aos ganhos de capital esperados.

Alguns trabalhos têm questionado a hipótese de que as aquisições hostis e a recompra de ações por meio de alavancagem aumentam a disciplina do mercado sobre as empresas, resultando no uso mais eficiente dos recursos econômicos. Grossman e Hart (1980) demonstram que o uso de mecanismos de mercado não reduz os problemas associados aos bens públicos, pois o mecanismo de *takeover bid* não diminui o fenômeno do *free-rider*. Já Agrawal, Jaffe e Mandelker (1992) e Agrawal e Jaffe (1999) realizaram trabalhos empíricos para determinar o desempenho de longo prazo das

¹⁸ A hipótese de que o preço da ação representa o valor fundamental da empresa, também é contestada pelos economistas comportamentais, como Simon (1980) e Schelling (1989). Segundo estes autores, devido à racionalidade limitada os agentes não buscam resultados que maximizem sua função objetivo, mas apenas satisfatórios. Além disso, a conduta de um agente depende da conduta dos demais, definida como conduta dependente. Então, as condutas, preferências e metas de um agente são restringidas pelo comportamento dos demais, dado que estão relacionadas diretamente umas com as outras.

empresas após o processo de fusões, obtendo resultados semelhantes: a) o desempenho de longo prazo das empresas foi negativo após a fusão, b) a riqueza do acionista reduziu-se em até 10% nos cinco anos seguintes à fusão, e c) o mercado foi lento em se ajustar ao evento.

No mesmo sentido, Singh (1997 e 2002) também questiona a eficiência do mecanismo de *takeover* e de formação de preços na melhoria da performance das empresas nos países desenvolvidos. Segundo o autor, o tamanho da firma afeta sua probabilidade de sobrevivência, sendo que empresas grandes e não lucrativas têm maior probabilidade de sobreviver do que pequenas empresas lucrativas e a probabilidade da primeira tende a aumentar após o processo de *takeover*. Ademais, estes mecanismos conduzem a um determinismo de curto prazo, afetando de forma negativa o investimento e prejudicando o processo de inovação e o crescimento de longo prazo.

Tais mecanismos não necessariamente resolvem o comportamento oportunista dos gestores ou o problema de expropriação, pois quando se tem uma aquisição hostil, o que ocorre inicialmente é uma mudança na estrutura de propriedade ou de controle, o que por si só não garante uma alocação mais eficiente dos recursos ou o aumento da rentabilidade dos ativos, pelo contrário, pode até ter efeitos adversos ou não desejados (Pound, 2000). Segundo Plihon (2005), as emissões líquidas de ações das empresas norte-americanas nos últimos anos foram negativas, o que mostra uma preocupação dos gestores com as aquisições hostis. Em outras palavras, os gestores recompraram ações de suas empresas com a finalidade de valorizar seus preços e reduzir a quantidade de ações no mercado, no intuito de dificultar tal prática. Consequentemente, o mercado de capitais deixa de ser uma fonte de recursos para o investimento e torna-se uma fonte de conflito entre o gestor e o mercado, afetando de maneira negativa o crescimento de longo prazo. E como bem discutido por Boyer (2009), dado que o mercado é uma instituição criada pelo homem, reflete suas falhas, de forma que nada garante que, por si só, o livre funcionamento do mecanismo de preço irá alocar os recursos econômicos de forma eficiente.

Além disto, devido aos problemas de assimetria de informação, tanto o mercado de crédito quanto o de capitais podem trabalhar sob racionamento. De acordo com Stiglitz e Weiss (1980), dado que o emprestador não consegue distinguir os bons dos maus tomadores *ex-ante* à assinatura do contrato – seleção adversa – tem-se um aumento do custo do capital, incentivando os bons tomadores a abandonar o mercado, permanecendo apenas os maus tomadores. Assim, ao favorecer estes últimos, a

assimetria de informação pode acabar com o mercado, pois os emprestadores podem desejar não transacionar em mercados duvidosos. O problema informacional também pode ocorrer *ex-post* à assinatura do contrato – conduta moral. Devido a este problema, o aumento da taxa de juros, quando há excesso de demanda, não conduz ao reequilíbrio do mercado. Um aumento dos juros pode reduzir o valor esperado do banco, pois a elevação do custo do capital pode expulsar do mercado os bons tomadores, elevando apenas o risco do empréstimo. Nestes dois casos, um excesso de demanda por crédito e um aumento do custo do capital podem reduzir a receita dos bancos, pois é possível que apenas os tomadores de empréstimo duvidosos¹⁹ permaneçam no mercado. Portanto, os bancos preferirão restringir o crédito a aumentar a taxa de juros.

Da mesma forma, as falhas de mercado também podem provocar racionamento no mercado de capitais, como descrito no modelo de *Pecking-Order* desenvolvido por Myers, (1984) e Myers e Majluf, (1984). Devido a assimetrias de informação, as empresas podem adotar uma hierarquia nas fontes de financiamento. A primeira fonte seria o recurso gerado internamente e, apenas se este não for suficiente, seriam utilizadas fontes externas. Neste caso, primeiro seriam emitidas dívidas e, somente depois de esgotado este mecanismo, é que seriam lançadas novas ações²⁰.

Segundo Myers e Majluf (1984), na presença de assimetrias de informação, novas emissões de ações podem ser interpretadas negativamente pelo mercado, reduzindo seu preço. Como os investidores não conseguem distinguir entre projetos rentáveis e não rentáveis (seleção adversa) eles desejarão comprá-las a preço inferior ao que a empresa deseja vender. Assim, a hierarquia nas fontes de financiamento evitaria a redução no valor de mercado da empresa. Ao impedir que o mercado de capitais reflita o valor fundamental das ações, a assimetria de informações inviabiliza uma alocação de recursos eficiente, o que invalida o modelo de governança corporativa do *mainstream*.

Os trabalhos empíricos realizados por Singh e Hamid (1992) e Singh (1995), mostram que o mercado de capitais é mais importante para países em desenvolvimento, como Brasil, Índia, Paquistão, Coréia e México, que para países desenvolvidos, como Estados Unidos e Reino Unido. O bom desempenho das ações nos Estados Unidos entre

¹⁹ O aumento da taxa de juros pode transformar projetos viáveis em inviáveis, ou seja, tudo o mais constante, projetos com valor presente líquido positivo passam a ter valor presente líquido negativo, e concomitantemente, eleva-se o risco dos projetos. Assim, esta política pode eliminar do mercado os bons tomadores e incentivar comportamentos não desejados.

²⁰ A teoria de *Pecking Order* não determina um nível ótimo de endividamento ou uma combinação ótima entre capital de terceiros e capital próprio, apenas especifica a ordenação das fontes de financiamento.

os anos de 1980 e 1990 não resultou de uma alocação eficiente dos recursos, decorrente do bom funcionamento dos mecanismos de mercado. Segundo Lazonick (2006), esta performance se deve a uma combinação de três fatores: 1) redistribuição da receita do trabalho para o capital, devido à mudança do regime de acumulação de “reter e reinvestir” para “*downsizing* e distribuir”, aumentando a distribuição de dividendos (Lazonick e O’Sullivan, 2000); 2) inovação, principalmente das empresas da nova economia, que apresentaram grande crescimento da receita e adotaram um regime de “reter e investir”, gerando crescimento do valor de mercado e ganho de capital para os acionistas; e 3) especulação pelos investidores, o que manteve elevado os preços das ações de forma artificial, aumentando o volume de recursos e o número de transações neste mercado.

Além disto, a alta volatilidade dos preços das ações afeta o mecanismo de formação de preços e amplia a fragilidade financeira do sistema produtivo e da economia com um todo, sendo outra falha de mercado que contraria a visão neoclássica sobre a eficiência do mercado de capitais. Fatos estilizados das economias em desenvolvimento mostram que, em períodos que antecedem crises financeiras, os investidores internacionais vendem suas ações e saem do mercado de capitais, resultando na queda dos preços das ações e da rentabilidade destes mercados. Esta volatilidade prejudica as empresas, pois reduções abruptas nestes preços podem elevar a razão dívida/patrimônio líquido ou dívida/ativo total, mesmo que a dívida seja constante, e restringir o crédito, deteriorando sua estrutura patrimonial. Na esfera macroeconômica, a saída de capital deste mercado pode reduzir as reservas internacionais e aumentar a probabilidade de crises financeiras e/ou de balanço de pagamentos.

A definição neoclássica da firma como um *nexus* de contrato também pode ser questionada. Segundo Nelson e Winter (2005), as empresas são repositórios de conhecimento, habilidades e rotinas, os quais dependem de sua história passada. A maneira como as empresas gerenciam seus trabalhadores, o tamanho e a composição dos estoques de conhecimento, e as habilidades e rotinas determinam as diferenças entre elas e quais permanecerão no mercado. Assim, a empresa não pode ser vista apenas como uma combinação de capital, trabalho e tecnologia com objetivo de maximização do lucro, sendo antes, um conjunto de recursos físicos e humanos que configuram diferentes empresas, cada qual com suas especificidades.

Entretanto, a maximização da riqueza do acionista impõe um processo constante de avaliação pública da empresa, a qual é vista apenas como um ativo líquido, desconsiderando-se suas características individuais. Este modelo de governança tem efeitos adversos em nível micro e macroeconômico, pois negligencia questões relativas à inovação e ao crescimento de longo prazo, comprometendo a produção, a geração de emprego e a distribuição de renda.

Entende-se que o argumento da eficiência do mercado de capitais viabiliza a dominância dos investidores institucionais sobre as empresas. Como discutido por Aglietta (2000), a estrutura desenvolvida por este mercado e sua capacidade de concentrar fundos líquidos tornam-se fontes de poder dos investidores institucionais, pois estes são capazes de afetar o valor de mercado das empresas publicamente, e este processo de avaliação é permanente. Assim, no contexto de uma economia financeirizada, a dominância dos mercados sobre as empresas ocorre através da lógica da avaliação pública. Neste sentido, a performance das empresas fica condicionada a um comportamento dos preços das ações e da taxa de retorno que seja aceitável para os investidores, possibilitando o retorno da hegemonia da maximização da riqueza dos acionistas.

Conclui-se, então, que esta forma de governança corporativa é um mecanismo que expressa a dominância das finanças sobre o setor produtivo. Defendido pelo FMI, Banco Mundial e OCDE, este modelo não é necessariamente o mais eficiente para as economias em desenvolvimento, as quais não possuem a dispersão do capital observada nos países anglo-saxões, apresentando concentração do capital e estruturas familiares. Como concluído por Singh, Singh e Weisse (2002), este modelo é mais eficaz para atrair capital externo e proteger os investidores do que para alocar os recursos econômicos de forma eficiente e aumentar o bem estar, não resultando necessariamente, em um aumento do investimento e da taxa de crescimento econômico. Portanto, a liberalização e as “boas” práticas de governança, apresentadas pela visão dominante, não são pré-requisitos para o desenvolvimento econômico, sendo antes, resultado da nova arquitetura financeira mundial criada para atender aos interesses do capital rentista.

Neste sentido, os princípios da governança corporativa impõem uma série de condutas às empresas: transparência e acessibilidade a informações pelos acionistas externos, garantia do direito a voto aos minoritários, maior controle sobre o conselho de administração e uma nova forma de remuneração do gestor (baseada em resultados

financeiros e na performance das ações no mercado de capitais). Portanto, a financeirização é uma forma de regulação da economia, onde as decisões do gestor e da empresa estão subordinadas ao interesse do capital financeiro.

O objetivo de atender aos interesses dos investidores externos, principalmente institucionais, e de fornecer um meio para que a financeirização se torne a forma de reprodução dominante da economia, levou ao estabelecimento de uma nova ordem de competição em direção a resultados financeiros, prejudicando o investimento e aumentando a fragilidade das empresas e da economia como um todo.

1.4.1 – Efeitos da financeirização sobre as empresas

Durante os anos dourados do capitalismo, as baixas taxas de juros nominais e reais e a relativa estabilidade na condução da política monetária favoreciam o endividamento para a expansão da capacidade produtiva das empresas. Segundo Gutman (1998), a principal função do sistema financeiro era fornecer crédito para as empresas financiarem o investimento. Consequentemente, as empresas se endividaram, principalmente junto ao sistema bancário, para financiar seu crescimento.

O aumento da concorrência a partir de 1960, resultado da reconstrução da indústria europeia e da entrada de novos atores no cenário internacional – países da América Latina e do Leste Asiático – reduziu o preço dos produtos industrializados, o lucro e a rentabilidade das empresas. A liderança da economia americana se torna ameaçada pelos países desenvolvidos e em desenvolvimento.

A elevação dos juros reais a partir de 1979 teve impacto direto sobre as empresas, aumentando o custo do serviço da dívida anteriormente adquirida. Desta forma, houve um aumento da transferência da renda do setor produtivo para o financeiro e uma mudança na alocação da riqueza das empresas, as quais aumentaram a posse de ativos financeiros em sua estrutura patrimonial com o objetivo de minimizar as perdas e aumentar o lucro das atividades financeiras.

Então, a queda na taxa de lucratividade decorrente das mudanças no ambiente institucional, provocou uma alteração no comportamento das empresas, levando-as a modificar seu padrão de financiamento e sua estrutura de capital, aumentando as aplicações financeiras em detrimento de inversões produtivas. Elas passaram a recorrer cada vez mais ao mercado financeiro como uma aplicação lucrativa, e menos como uma fonte de financiamento da produção. Este processo atribuiu outras funções ao mercado

financeiro, que deixou de ser apenas o mecanismo de intermediação, para tornar-se ele próprio uma fonte de lucro, viabilizando o processo de financeirização da economia.

Neste contexto, segundo Braga (1996), e Crotty (2003), a financeirização e a liberalização modificam a gestão das empresas: a) há uma mudança da empresa chandleriana, preocupada com crescimento de longo prazo e gastos em P&D, para a busca de resultados financeiros de curto prazo. A empresa passa a ser vista pelos investidores como um portfólio, subordinando suas estratégias à criação de riqueza ao acionista; b) ocorre uma mudança na forma de remuneração do gestor, agora mais associada à performance da empresa no mercado de capitais que no de bens e serviços, alinhando o interesse do gestor ao dos acionistas; c) práticas financeiras e patrimoniais passaram a ser utilizadas pelas empresas para elevar o lucro por ação e a rentabilidade do patrimônio líquido²¹. Consequentemente, as empresas ampliaram a posse de ativos financeiros em seus balanços, não apenas como reserva de capital para investimentos futuros, mas como uma nova fonte de geração de riqueza presente e futura (Coutinho e Belluzzo, 2004); d) os recursos captados pelas empresas tendem a ser mais líquidos e focados no rendimento de curto prazo. Portanto, as fontes de financiamento se tornaram mais voláteis e o investimento passou a depender mais das expectativas de curto prazo que de longo prazo.

Segundo Lazanock e O'Sullivan (2000), estes novos princípios de gestão se concretizaram em uma mudança da estratégia de “reter e investir” para “*downsizing* e distribuir”. Nesta nova política, a empresa deve se concentrar em atividades mais rentáveis, de forma que plantas industriais sem rentabilidade compatível com o mercado devem ser vendidas, e tarefas não diretamente relacionadas com a atividade fim da empresa devem ser terceirizadas. O objetivo é reorganizar o processo de produção de forma a aumentar a rentabilidade financeira e o retorno aos acionistas. Segundo Plihon (2005), esta redução do tamanho da empresa atende aos interesses do mercado, pois empresas concentradas em conglomerados dificultam o controle externo, devendo abdicar de unidades ou atividades não rentáveis do ponto de vista dos mercados internacionais (*bench marking*).

Neste sentido, Stockhammer (2004) realizou um estudo sobre os impactos das mudanças nas estratégias gerenciais no investimento das empresas americanas, inglesas

²¹ A recompra de ações, por meio de alavancagem (*Leverage Buyouts* ou *LBOs*) ou pelos gestores (*Management Buyouts* ou *MBOs*), e as grandes distribuições de dividendos foram algumas estratégias utilizadas para elevar o valor de mercado da empresa. Estas estratégias são justificadas pela teoria das agências, pois reduz o excesso de caixa livre (Jesen, 1986).

e francesas. O autor concluiu que as imposições dos investidores levaram as empresas a destinar uma parte cada vez maior do seu fluxo de caixa para a distribuição de dividendos, reduzindo os recursos internos para a realização de novos investimentos. Para que o crescimento das empresas não fosse prejudicado, o gestor poderia recorrer ao *finance*, mas isto aumentaria a probabilidade de falência e o pagamento de juros, afetando a distribuição da riqueza. Então, em uma situação extrema, em que o gestor fosse totalmente capturado pelo acionista, ele optaria por não recorrer ao *finance* e distribuiria todo o lucro, restringindo o investimento.

O autor argumenta que, na prática, as firmas aceitam certo nível de alavancagem, desde que isto não aumente a probabilidade de falência, e que em uma economia dominada pelas finanças, o gestor tem que escolher em qual ponto de sua função utilidade trabalhará, havendo um *trade-off* entre lucro e crescimento. Além disto, a volatilidade dos mercados financeiros tem se ampliado substancialmente ao longo do processo de liberalização e desregulamentação, aumentando a incerteza, o que torna o investimento menos atrativo. Ocorre uma mudança no perfil do capital, de paciente, focado no crescimento de longo prazo, para impaciente, focado nos retornos de curto prazo. Empresas dominadas pelos acionistas tendem a exibir lucros elevados e baixa taxa de investimento, pois os mesmos esperam alta distribuição de dividendos. Portanto, a financeirização afeta o investimento e, conseqüentemente, o processo de inovação e o crescimento de longo prazo.

Crotty (2003) afirma que a liberalização comercial e financeira prejudicou a performance das empresas não financeiras pelos seguintes motivos: 1) a redução na taxa de crescimento da demanda global e o aumento da capacidade ociosa e da competição nos mercados de bens, resultaram na queda de sua taxa de lucro; 2) a mudança do perfil do investidor, que passou a exigir uma taxa de retorno mais alta e mais rápida, forçou as empresas a destinar uma parte maior de seu fluxo de caixa aos investidores, modificando os incentivos dos gestores e estimulando planos de curto prazo em detrimento dos de longo prazo; e 3) a financeirização elevou a taxa de *turnover*. Para o autor, há um paradoxo neoliberal, pois os investidores demandam taxas de retorno elevadas no curto prazo em um ambiente em que as condições de competição no mercado de bens e serviços permitem retornos baixos. Isto afeta as estratégias das empresas no que se refere ao padrão de financiamento e estrutura de capital, buscando alavancagem financeira para recompra de ações no mercado de capitais, com o objetivo

de valorizar a empresa neste mercado e, conseqüentemente, aumentar o retorno do capital.

Os fatos corroboram as mudanças no padrão de financiamento e na estrutura de capital das empresas. Dados apresentados por Evans e Hubbard (2008), mostraram que nos últimos anos, na maioria dos países da OCDE, o crescimento da distribuição dos dividendos tem sido maior que o crescimento dos lucros. A razão entre a variação dos dividendos e a variação dos lucros cresceu 51% nos Estados Unidos, 92% na Itália, 88% na Suíça e 78% na França. Para Plihon (1999), as empresas não-financeiras estão utilizando cada vez mais os fundos próprios (lucros retidos e emissão de ações) e menos o endividamento para financiar seu investimento. Dado o aumento na distribuição de dividendos e a redução no excesso de caixa livre, esta política prejudica o investimento produtivo²².

Neste contexto, estes investimentos são avaliados por metodologias desenvolvidas pelos mercados financeiros, tais como *Economic Value Added* (EVA), *Market Value Added* (MVA) e *Shareholder Value Added* (SVA). Estes métodos têm como objetivo determinar índices de retorno financeiro, que se tornaram metas de gestão das organizações, condicionando a conduta do gestor a estes resultados²³. O emprego destas metodologias resultou na elevação da taxa mínima de atratividade e da rentabilidade do capital (em relação ao ativo e ao patrimônio), tornando a seleção dos projetos de investimento mais criteriosa. Como o objetivo da empresa é maximizar a riqueza do acionista, projetos não considerados viáveis de acordo com estes métodos não devem ser realizados, o que reduz o investimento produtivo.

O fim de Bretton Woods, a estagflação e a liberalização financeira, promoveram o fim das finanças administradas e do sistema fordista de relação salarial, impondo a lógica do mercado na determinação dos salários. Devido ao aumento da taxa de desemprego, que reduziu o poder de negociação coletiva dos sindicatos, parte dos ganhos de produtividade deixou de ser repassada aos trabalhadores, favorecendo o

²² Segundo Plihon (1999), devido ao segundo choque do petróleo e ao aumento da taxa de juros, as principais economias européias modificaram o padrão de financiamento e, conseqüentemente, sua estrutura de capital. Houve a mudança de um regime de endividamento para um de fundos próprios, o que é uma das principais características do regime de acumulação liderado pelas finanças. A taxa de autofinanciamento, crescente no período de 1970-1997, chegou a 118%, enquanto a taxa de investimento caiu de 22% em 1970 para 15,5% em 1997. Assim, o aumento da taxa de autofinanciamento resulta da combinação entre o aumento rápido das receitas e a redução do investimento produtivo.

²³ Segundo Froud *et al* (2000), estes métodos de avaliação resultaram dos serviços de consultoria das empresas de auditoria e finanças nos anos de 1980, em oposição aos métodos de gestão das empresas japonesas, como o toyotismo, *just-in-time* e a qualidade total. Estas novas metodologias se tornaram o clichê de gestão nos anos de 1990 no mundo corporativo.

aumento da participação do lucro. Assim, a combinação entre um regime de fundos próprios e a exigência de aumento do retorno do capital, favoreceu a distribuição da renda agregada ao detentor do capital (acionista) em detrimento do trabalhador (Plihon, 1999; Boyer, 2009). O processo de financeirização e a maximização da riqueza dos acionistas afetaram a lógica de reprodução e acumulação do capital, agora relacionada ao comportamento do mercado bursátil, onde o crescimento das empresas está associado à valorização das ações em um mercado de capitais mundializado.

As mudanças na gestão afetam os fundos disponíveis e a estrutura de capital das empresas. Segundo Minsky (1986), as estruturas financeiras desejadas pelas empresas se modificam em resposta às oportunidades de lucro criadas pelas inovações financeiras, em um dado ambiente institucional. Estas inovações e o processo de desregulamentação financeira ampliaram as fontes de lucro não-operacional²⁴, afetando a estrutura financeira das empresas, bancos, famílias e países, aumentando a fragilidade financeira e a instabilidade das economias.

A importância da estrutura de capital e do padrão de financiamento das empresas e da economia reside na transmissão de informações sobre a condição financeira das empresas e da economia ao mercado. Em uma economia dominada pelas finanças, o fluxo de caixa das empresas fica comprometido no curto prazo devido à necessidade de atender aos interesses dos acionistas, o que acentua ainda mais a relevância da forma pela qual as empresas financiam seu crescimento. Além disto, as inovações financeiras, com seus novos produtos, criaram novas formas de captação de recursos, tanto por parte das empresas quanto dos bancos e do sistema financeiro, possibilitando o aumento da alavancagem. Consequentemente, empresas e bancos têm ampliado seu endividamento através de captações diretas de recursos no mercado financeiro (desintermediação), utilizando cada vez mais este mercado para financiar suas posições de curto prazo e gerar lucro. Assim, conforme discutido por Minsky (1996), a estrutura financeira e patrimonial torna-se relevante em um regime dominado pelas finanças, pois esta determinará a robustez ou a fragilidade da economia.

1.5 – O ciclo econômico liderado pelas finanças

Boyer (2000) desenvolveu um modelo de crescimento em que as forças de demanda e oferta são direcionadas pelas expectativas de valorização dos ativos

²⁴ Crotty (2003) demonstrou que o lucro não operacional foi mais importante que o operacional na economia dos Estados Unidos na década de 1990.

financeiros e de capital, e não apenas pelos preços relativos, como na teoria neoclássica. Neste modelo, um aumento da expectativa de lucro resulta na elevação dos preços dos ativos financeiros, gerando crescimento do consumo. Se as empresas forem reativas, haverá um aumento do investimento e da taxa de crescimento econômico, iniciando-se um ciclo virtuoso. Entretanto, segundo o autor, este próprio ciclo cria os mecanismos para a ampliação da fragilidade financeira e da instabilidade da economia.

Boyer (2000) não explica como ocorre este processo de geração de instabilidade, por isto esta tese recorre também à teoria da instabilidade financeira de Minsky (1986) para discuti-lo. Ambos os modelos são desenvolvidos para uma economia fechada, de forma que questões sobre reservas e câmbio, transações correntes e balanço de pagamentos são negligenciadas. Assim, a discussão sobre financeirização neste trabalho adaptou estas teorias para uma economia aberta.

Considerando-se uma economia dominada pelas finanças, onde o ciclo econômico resulta da valorização dos ativos financeiros e não apenas do investimento produtivo, e um ambiente globalizado com grandes inovações financeiras, esta tese adotou também a teoria das bolhas de ativos desenvolvida por Dymski (1998). Segundo esta teoria a liberalização financeira e a perfeita mobilidade de capital entre as regiões podem resultar na formação de bolhas de ativos em uma dada economia. Dymski (1998) define bolhas como sendo o aumento crescente dos preços dos ativos financeiros, principalmente ações, em relação ao preço de oferta dos bens de capital. A ocorrência de bolhas é uma tendência de países com crescimento elevado e economias liberalizadas que permitem um grande influxo de capital internacional. Porém, as bolhas são questões espaciais, aparecendo em alguns países e não em outros, pois é necessário um ambiente institucional e condições estruturais que favoreçam o capital financeiro em relação à atividade produtiva. Ou seja, é função da interação entre incerteza e ambiente institucional.

Nesta tese aceita-se a hipótese de que as atividades financeiras dominam as atividades produtivas, ou seja, acredita-se que a financeirização é o modo de regulação da economia. Assim, o ambiente institucional favorece a formação de bolhas financeiras. Como no ciclo minskiano, em períodos de crescimento econômico, os agentes reduzem sua preferência pela liquidez e a valorização dos ativos incentiva as empresas a aumentar o endividamento, com a finalidade de atender a demanda crescente – realizando novos investimentos – resultado do efeito riqueza das famílias. Contudo, quando a bolha estoura a crise é rápida e profunda, reduzindo o investimento, o

crescimento e interrompendo o fluxo de capital internacional – o que pode provocar desvalorizações das moedas locais e crises de balanço de pagamentos. Assim, os modelos regulacionista e pós-keynesiano fornecem o argumento teórico utilizado para discutir o processo de financeirização, a interação entre as esferas micro e macroeconômica e a fragilidade da economia.

Acredita-se que em uma economia dominada pelas finanças os ciclos minskianos são mais curtos e as crises mais profundas (Canuto, 2004). Além disto, em momentos de crise, a fragilidade dos países em desenvolvimento é traduzida pela dependência do fluxo de capital externo, diferente do que ocorre nos países desenvolvidos. Nos primeiros, as crises financeiras provocam desvalorização das ações, restrição de crédito e desvalorização da moeda local, resultando em crises cambiais (Salama, 2000). Estas crises decorrem do estouro das bolhas financeiras, como apresentado por Dymski (1998) e demonstrado por Oreiro (2007).

Assim como no ciclo minskiano, esta fragilidade financeira tem origem no período de euforia ou de crescimento econômico. Neste período, a valorização dos ativos financeiros tornam as famílias, empresas e bancos menos avessos ao risco, aceitando um passivo maior em suas estruturas patrimoniais, o que torna este processo insustentável no longo prazo²⁵ (Minsky, 1986).

As decisões de longo prazo – investimentos em ativos financeiros e de capital – são tomadas em um ambiente de incerteza, como discutido por Keynes (1986). Os agentes econômicos devem escolher a todo o momento a quantidade de moeda que desejam reter em seus portfólios, bem como a quantidade de ativos financeiros e de capital. Além disto, a formação de expectativas individuais é afetada pelas expectativas coletivas, dando origem ao que Keynes (1986) chamou de “efeito manada”. Então, em períodos de euforia econômica os agentes em geral tendem a reduzir sua preferência pela liquidez, aumentar a posse de ativos e expandir a oferta de crédito, o que consequentemente, afeta as estruturas patrimoniais individuais e da economia (Minsky, 1986). O ambiente institucional favorável às atividades especulativas e a globalização da economia promovem uma tendência à formação de bolhas e ao aumento da fragilidade financeira e de crises de cambiais, independente da estrutura patrimonial da economia (Dymski, 1998).

²⁵ Como discutido por Minsky (1986), nos períodos de euforia econômica e de valorização dos ativos financeiros, os agentes tendem a aceitar dívidas cada vez maiores, com vencimentos mais curtos e receitas mais longas. Assim, a probabilidade de ocorrer um descasamento entre receitas e despesas é crescente, elevando a fragilidade e induzindo a crises financeiras.

Segundo Minsky (1986), a estabilidade da economia relaciona-se à capacidade dos agentes de carregar passivos em sua estrutura financeira. Resende e Amado (2007) adicionam que em uma economia aberta esta estabilidade também se relaciona com a capacidade do país de gerar divisas para pagar os compromissos externos. Assim, o ciclo misnkyano, aplicado a uma economia aberta, integra as relações financeiras às explicações sobre a determinação do emprego, da renda e dos preços²⁶ e à relação entre transações correntes e divisas. Então, em períodos de crescimento econômico, expectativas otimistas quanto ao comportamento dos preços dos ativos financeiros e de capital criam as condições para o aumento da fragilidade e crises financeiras. Consequentemente, a fragilidade e a instabilidade econômica são processos endógenos ao sistema.

1.5.1 – O ciclo econômico *finance-led* em uma economia aberta

O processo de financeirização provocou uma mudança na composição da riqueza das famílias e das empresas, os quais ampliaram a participação dos ativos financeiros em seus portfólios. Consequentemente, variações nos preços destes ativos afetam o consumo, via efeitos renda e riqueza, e o investimento. O ciclo virtuoso apresenta-se dominante, principalmente, quando se tem um período longo de estabilidade ou de euforia econômica (Aglietta, 2000).

Neste contexto, expectativas favoráveis em relação aos preços dos ativos financeiros afetarão os gastos pelas seguintes razões: a) a decisão de consumo das famílias não depende mais apenas da renda corrente, como na função consumo keynesiana, mas também da renda esperada; b) da mesma forma, a concessão de crédito às famílias passa a depender também da renda esperada. Estas mudanças permitiram maior acesso das famílias ao crédito (efeito riqueza), ampliando seu consumo corrente e seu endividamento; c) o crescimento do consumo eleva a eficiência marginal do capital, o que aumenta o valor de mercado da empresa e a expectativa de ganho de capital; d) o incremento da eficiência marginal do capital resulta no aumento do patrimônio líquido da empresa, ampliando sua capacidade de endividamento; e, e) tem-se uma redução do custo do capital para as empresas melhor avaliadas pelas agências de *rating*, o que também favorece o endividamento (Coutinho e Belluzzo, 2008).

²⁶ O autor introduz os estoques de passivos empresariais e o comportamento dos preços dos ativos, financeiros e de capital, em sua análise e desenvolve a hipótese de instabilidade financeira.

O endividamento das famílias ocorre de duas formas: a) o aumento dos preços das ações eleva seu patrimônio, permitindo, pelo menos no curto prazo, carregar um passivo maior, o que leva a uma expansão do crédito; e b) os ativos financeiros podem ser dados como colaterais às instituições financeiras, pois estas acreditam em sua valorização ao longo do tempo.

Se as empresas forem reativas à expansão do consumo, estas aumentarão o investimento produtivo. Em períodos de inflação de ativos e de crescimento econômico, os agentes acreditam que o investimento realizado criará fluxo de caixa superior ao estimado²⁷, alterando favoravelmente, pelo menos no curto prazo, a relação entre financiamento interno e externo²⁸. Então, o crescimento da demanda agregada pode estar associado ao aumento da alavancagem das famílias e das empresas. Como discutido por Minsky (1986), dado que a decisão de investimento não depende apenas do fluxo de caixa esperado, mas também da capacidade dos agentes em carregar mais passivo em sua estrutura patrimonial, a forma como os investimentos são financiados é relevante. Assim, a decisão de investimento das empresas altera a estrutura financeira da economia como um todo, ampliando a fragilidade e a instabilidade da economia. A instabilidade econômica resulta da expansão dos investimentos, tanto financeiros quanto em bens de capital, e do próprio sucesso da economia.

Minsky (1986) apresenta três estruturas financeiras, ou patrimoniais, para a economia (empresas, famílias e governos). A primeira estrutura, ou unidade, é o *Hedge*. Nesta, o fluxo de caixa, ou renda esperada, é maior que o gasto com a amortização e o serviço da dívida (juros) ao longo de toda a existência da dívida. A segunda unidade é a *Especulativa*: o fluxo de renda esperado paga apenas os juros, sendo insuficiente para a

²⁷ As expectativas dos agentes econômicos são formadas em condições de incerteza sobre a rentabilidade dos investimentos. Dado que as expectativas de curto prazo são afetadas pelas convenções coletivas, como discutido por Keynes (1986), estas são validadas pelas ações dos participantes dos mercados. As expectativas de lucro são realizadas ao longo do tempo e à medida que estas são confirmadas, os agentes econômicos em geral se tornam mais otimistas e reduzem a sua margem de segurança. Ou seja, aceitam carregar mais passivo na sua estrutura patrimonial ou, no caso dos bancos, ampliam a oferta de crédito.

²⁸ Quando os fundos internos não são suficientes para financiar todo o investimento, as empresas devem recorrer a fundos externos (endividamento e venda de ações) para complementar os recursos internos. Assim, os fundos externos são essenciais para a tomada de decisão de investimento, porém, esta fonte de financiamento exige pagamentos de compromissos futuros, impondo certos fluxos de dinheiro ao longo do tempo por parte do investidor. Portanto, a estabilidade de uma economia depende da posição e da forma como os ativos de capital e financeiros são financiados. Dado que as decisões de investimento estão relacionadas aos fluxos de renda esperados do uso dos recursos internos e externos e há incerteza em relação ao futuro, os agentes econômicos terão suas expectativas confirmadas, ou não, após a realização do investimento. Então, os novos investimentos dependerão da preferência pela liquidez dos diversos agentes, principalmente por parte dos bancos e das famílias. Além disso, em uma economia onde é possível financiar dívidas resultantes dos investimentos em ativos de capital e financeiros tem-se um elemento especulativo permante (Minsky, 1986).

amortização no período de vigência do passivo. Neste caso, o agente tem que refinarçar parte de sua dívida ou vender ativos para atender suas necessidades financeiras. A terceira unidade financeira é *Ponzi*: o fluxo de renda esperado é insuficiente para pagar o serviço da dívida e o principal. Neste caso, deve-se refinarçar parte da dívida e a totalidade dos juros correntes e/ou vender ativos (financeiros e/ou de capital). A combinação entre estas três posições financeiras determina a robustez ou a fragilidade da economia.

Em uma economia dominada pela unidade *Hedge* a estrutura financeira é mais robusta e tende a ser mais estável. Por outro lado, quando predominam as unidades Especulativa e *Ponzi*, a estrutura financeira é mais frágil e a economia torna-se mais sensível à variação da taxa de juros e/ou a mudanças de expectativas em relação ao comportamento dos preços dos ativos, financeiros e de capital, e ao comportamento do mercado financeiro. Estas são as características observadas em uma economia financeirizada.

Em um ambiente de estabilidade da economia e inflação dos ativos, o bom desempenho dos investimentos leva os bancos a reduzir sua margem de segurança²⁹ para empréstimos. A redução da preferência pela liquidez dos bancos e, conseqüentemente, o aumento da oferta de crédito permitem que o consumo e o investimento continuem crescendo, mas por meio de novas dívidas, resultando em unidades financeiras cada vez mais do tipo Especulativa e *Ponzi*.

A forma pela qual os bancos concedem crédito também afeta a estabilidade da economia³⁰. Quando o banco concede empréstimos baseando-se no fluxo de caixa da empresa (a garantia relaciona-se à riqueza esperada), a estrutura financeira tende a ser mais sólida ou do tipo *Hedge*. Por outro lado, se os bancos concedem empréstimos baseando-se na valorização dos ativos financeiros e de capital, a estrutura financeira da economia tende a ser mais do tipo Especulativa e *Ponzi*, gerando, portanto, uma estrutura financeira mais frágil (Minsky, 1986).

²⁹ Segundo Minsky (1986), a margem de segurança está associada à capacidade de pagamentos dos agentes tomadores de empréstimos, a qual depende da renda esperada dos investimentos realizados e das fontes de reservas de dinheiro para arcar com os custos do empréstimo. Ou seja, depende da expectativa dos bancos em relação à validação do sucesso dos investimentos e da valorização dos preços dos ativos financeiros e de capital. Dado que nos períodos de euforia econômica os ativos financeiros e de capital tendem a se valorizar e a validar as expectativas, os bancos tornam-se menos avessos ao risco e reduzem a sua preferência pela liquidez, aumentando a oferta de crédito.

³⁰ As expectativas em relação ao comportamento dos preços dos ativos financeiros e de capital afetam a preferência pela liquidez do sistema bancário, a qual é resultado da incerteza em relação ao futuro. Ou seja, a oferta de crédito depende da preferência dos bancos em reter ou não moeda em seu portfólio, o que implica na endogeneidade da oferta de moeda (Resende e Amado, 2007).

Este processo é intensificado pela liberalização financeira, pois, de acordo com Dymski (1998), países em períodos de *boom* econômico tendem a atrair uma grande quantidade de capital estrangeiro. Dado que em uma economia financeirizada, o ambiente institucional favorece a atividade especulativa, este capital se direciona para aplicações em portfólio, principalmente, ações. Assim, o influxo de capital externo amplia ainda mais as expectativas de valorização dos ativos financeiros, aumentando o clima de competição e a oferta de crédito por parte dos bancos. Além disto, o ingresso contínuo deste capital pode provocar *booms* econômicos e, conseqüentemente, aumentar as expectativas dos agentes em relação aos fluxos dos investimentos em ativos financeiros e de capital³¹.

É importante destacar que a financeirização, a liberalização e as inovações financeiras aumentaram a participação do setor financeiro no mercado de capitais. Assim, estes fenômenos ajudaram na desintermediação e na expansão das *securities* por parte dos bancos, cujo objetivo era financiar suas posições de curto prazo. Isto permitiu que a oferta de crédito aumentasse por meio da alavancagem do sistema bancário. Como discutido por Minsky (1986), a oferta de crédito não está mais associada aos ativos do banco, mas ao modo como este gerencia seu passivo. Ou seja, a oferta de crédito relaciona-se com a preferência pela liquidez dos bancos e com sua capacidade de lançar novos produtos financeiros no mercado (alavancagem), o que, conseqüentemente, afeta sua estrutura patrimonial.

Quando as expectativas favoráveis são confirmadas, o investimento e a demanda agregada tendem a se expandir. À medida que o investimento é realizado, o lucro tende a aumentar, gerando mais crescimento e investimento, como apresentado por Kalecki (1971). Conseqüentemente, eleva-se o patrimônio das empresas e o valor corrente das ações. Além disto, segundo Belluzzo e Coutinho (2008), a expansão do investimento aumenta a confiança dos consumidores devido à redução do desemprego e a contínua valorização dos ativos financeiros. O próprio sucesso do sistema resulta em um ciclo virtuoso, como demonstrado por Boyer (2000) e discutido por Aglietta (2000). Portanto, mais consumo, resultado da valorização dos ativos financeiros, estimula e expande o investimento.

Supondo perfeita mobilidade de capital, uma redução na percepção de risco dos agentes no período de euforia econômica, principalmente dos estrangeiros, tende a atrair

³¹ De acordo com Thirwall e McCombie (1994), o influxo contínuo de capital permite que os países cresçam a uma taxa superior àquela compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos.

mais capital externo, o que valoriza ainda mais as ações e as taxas de câmbio real e nominal³², além de estimular o crescimento econômico. Segundo Oreiro (2007), esta valorização cambial afeta o portfólio dos agentes, que tendem a ampliar a posse dos ativos domésticos, em detrimento dos externos, e a reduzir sua preferência pela liquidez. Isto inflaciona ainda mais o mercado de ativos financeiros, aumentando o investimento e, conseqüentemente, a demanda agregada e a taxa de lucro. Como resultado, no curto prazo tem-se um aumento da distribuição de lucros, o que eleva o preço dos ativos financeiros (ações) em relação ao preço de oferta dos bens de capital.

Mas, à medida que a demanda agregada se expande, há redução da capacidade ociosa e aumento do déficit em transações correntes. A capacidade produtiva do país não acompanha o rápido crescimento dos investimentos e dos gastos das famílias, o que, aliado à valorização cambial, leva ao aumento das importações para atender parte da demanda agregada, como afirma Dymski (1998). Então, no curto prazo o aumento da demanda agregada reduz a capacidade ociosa da indústria, forçando-a a incorrer em dívidas para financiar novos investimentos e ampliar a produção. Assim, a combinação entre aumento dos gastos – consumo e investimento – e apreciação cambial provoca déficits na balança comercial e em transações correntes.

Desta forma, o país passa a depender do capital internacional para financiar este déficit e/ou para financiar as posições de curto prazo das empresas, o que é mais evidente para os países em desenvolvimento³³. Assim, em uma economia aberta *finance-led*, há um risco adicional, dado pela relação entre o volume de reservas internacionais e a taxa de câmbio. Como discutido por Resende e Amado (2007), em uma economia aberta, além de analisar a capacidade de pagamento dos investimentos das empresas individuais, os bancos e os investidores – nacionais e internacionais – têm que observar a capacidade do país em gerar divisas para honrar suas dívidas. A oferta de crédito e, conseqüentemente, a preferência pela liquidez dos bancos e dos investidores internacionais, também depende da vulnerabilidade externa do país. Ou seja, a economia se torna dependente do fluxo de capital externo e mais vulnerável ao comportamento dos mercados financeiros.

³² Segundo Belluzzo e Coutinho (2008), a taxa de câmbio não depende apenas do saldo em transações correntes, mas também do comportamento dos investidores externos e da expectativa de valorização dos ativos financeiros. Uma redução do risco e, conseqüentemente, uma expectativa de valorização destes ativos, provoca uma valorização da taxa de câmbio. O inverso também é válido.

³³ De acordo com Chang, Park e Yoo (1998), o fluxo de capital que se destinou aos países Latino-Americanos na década de 1990 tinha como finalidade financiar os déficits em transações correntes, resultando em elevação da dívida pública, e realizar investimentos em portfólio. Já o fluxo de capital para os países do Leste Asiático, tinha como objetivo financiar os passivos de curto prazo das empresas.

Portanto, mudanças nas expectativas dos investidores em relação ao comportamento dos preços dos ativos financeiros e à capacidade de geração de divisas, resultam na restrição de crédito e na interrupção do fluxo e/ou fuga de capital estrangeiro. Assim, independente da sua estrutura patrimonial, países liberalizados e com bolhas de ativos tendem a apresentar uma fragilidade financeira maior que aqueles que possuem controle de capital e um ambiente institucional que privilegie o capital produtivo (Dymski, 1998). Como no ciclo minskiano, o próprio sucesso da economia e o grande aporte de capital externo tornam a economia mais propensa a crises financeiras e cambiais.

1.5.2 - Reversão do Ciclo e a Crise Financeira

Durante o ciclo virtuoso liderado pelas finanças, a taxa de juros tende a aumentar por dois motivos. De um lado, o aumento do endividamento das famílias e das empresas afeta a percepção do risco por parte dos bancos, levando-os a aumentar a taxa de juros, o que afeta negativamente a expectativa sobre os preços dos ativos financeiros e eleva o custo da dívida. Assim, a economia tende a se tornar mais frágil e mais instável, pois a estrutura financeira dos agentes pode passar de *Hedge* para *Especulativa* e de *Especulativa* para *Ponzi* (Minsky, 1986). De outro lado, o país tende a elevar a taxa de juros para atrair mais capital internacional devido à persistência de déficits em transações correntes, resultantes do aumento dos gastos e da valorização da taxa de câmbio real e nominal. Isto mostra a dependência do país em relação ao capital internacional (Oreiro, 2007).

O aumento do custo da dívida, devido à elevação da taxa de juros, afeta as estruturas financeiras dos agentes e sua percepção sobre os preços relativos de oferta e demanda dos bens de capital e financeiros. Assim, o aumento da taxa de juros amplia a fragilidade financeira, interrompendo o ciclo de crescimento e provocando uma deflação nos preços dos ativos, o que reduz a riqueza esperada.

Entretanto, a reversão do ciclo não ocorre apenas por causa do aumento da taxa de juros. Como discutido por Resende e Amado (2007), desde que as expectativas em relação à valorização dos ativos financeiros sejam favoráveis, os bancos tendem a financiar posições financeiras do tipo *Especulativas*, mesmo que a elevação da taxa de juros possa transformá-las em *Ponzi*. Portanto, aceitam financiar países com estruturas financeiras mais frágeis. O outro fator que determina a reversão do ciclo é a mudança da

expectativa dos agentes³⁴ em relação à valorização dos ativos financeiros, decorrente da percepção do aumento da fragilidade da economia (Boyer, 2000 e Aglietta, 2000). Quando os agentes tornam-se pessimistas em relação à capacidade de pagamento das famílias, dos investidores, dos bancos e do país, ocorre a reversão do ciclo e o estouro da bolha financeira, como discutido por Dymski (1998).

O aumento da percepção da fragilidade da economia por parte dos agentes, principalmente bancos e investidores internacionais, resulta na restrição de crédito e na interrupção do fluxo de capital, tendo efeitos negativos sobre a economia real. Como discutido por Keynes (1986), a restrição de crédito e a reversão das expectativas provocam uma deflação nos preços das ações, o que reduz a eficiência marginal do capital. Esta redução promove a queda do investimento, diminuindo a taxa de crescimento econômico, os salários e os lucros. Além disto, a restrição de crédito pode provocar a falência de empresas, principalmente daquelas com estruturas financeiras mais frágeis. Portanto, há a transmissão de problemas intrinsecamente financeiros para o setor real da economia, onde se traduzem em queda das taxas de investimento e de crescimento econômico (Dymski, 1998).

Quando algumas empresas começam a decretar falência, outras também são afetadas, principalmente aquelas com estruturas financeiras semelhantes. O problema se torna ainda maior quando os ativos das empresas não são suficientes para cobrir seus passivos, o que provoca desvalorizações de suas ações. Dado que as expectativas são formadas em um ambiente de incerteza e são afetadas pelo comportamento do mercado, um aumento da probabilidade de falência torna os bancos mais avessos ao risco, aumentando ainda mais sua preferência pela liquidez. Ocorre, então, um efeito contágio para as outras empresas e um ciclo vicioso, o qual tende a ser maior em economias mais alavancadas e com bolhas de ativos.

Devido à restrição de crédito, as empresas com estruturas financeiras mais frágeis, principalmente *Ponzi*, começam a vender ativos para saldar suas obrigações de curto prazo e evitar falência, afetando ainda mais os preços destes e de outros ativos. Ao vincular as decisões de demanda agregada ao comportamento dos preços dos ativos financeiros e de capital, a financeirização da economia promove uma intensificação do efeito contágio. A deflação de um ativo pode afetar a expectativa de valorização dos demais, criando pânico em todo o mercado.

³⁴ Esta mudança de expectativa pode ser causada por choques exógenos como o aumento da taxa de juros internacional, do risco do país, da taxa de juros interna, entre outros.

Desta forma, a deflação dos preços dos ativos e a reversão do ciclo afetam também o sistema bancário e sua estrutura financeira, pelos seguintes motivos: a) os ativos financeiros e de capital são aceitos como colaterais pelos bancos na concessão de empréstimos; b) os bancos utilizam o mercado de capitais para financiar suas posições e obter lucro, resultando no aumento de sua alavancagem e na exposição ao risco de mercado; e c) o aumento da taxa de juros torna mais difícil o recebimento dos créditos anteriormente concedidos. Portanto, reduções abruptas nos preços dos ativos resultam na liquidação das posições dos bancos, com o objetivo de restabelecer sua liquidez e reduzir as perdas. Ou seja, em períodos de expectativas pessimistas, os bancos elevam sua preferência pela liquidez, o que, conseqüentemente, aumenta o custo do capital para os investidores e países, podendo haver racionamento de crédito para agentes com estruturas financeiras mais frágeis (Belluzzo e Coutinho, 2008). Além disto, o aumento das falências das empresas e as dificuldades de pagamento das dívidas elevam a fragilidade financeira dos bancos, pois o retorno esperado é reduzido.

Assim, no período de deflação dos preços dos ativos, as famílias e as empresas não desempenham seu papel estabilizador. Devido a dificuldade de obter mais crédito e a necessidade de cobrir suas obrigações de curto prazo – adquiridas no período de *boom* econômico – as famílias reduzem o consumo e as empresas reduzem o investimento produtivo. Além disto, para restabelecer sua liquidez, os bancos reduzem a oferta de crédito. Neste contexto, torna-se necessária a intervenção do banco central, como prestador de última instância, para elevar a liquidez do sistema e evitar uma crise financeira (Minsky, 1986). Porém, segundo Canuto (2008), mesmo que o banco central consiga conter a crise, a intervenção não é capaz de reverter o aumento do custo de capital para as empresas e para os países de maior risco. E o efeito contágio, que tende a ser maior devido à livre mobilidade de capital entre agentes econômicos e países, pode afetar as expectativas de preços até dos melhores ativos. Esta crise de liquidez impacta de forma mais intensa a solvência e a capacidade de pagamento dos emissores de ativos de maior risco, sejam eles países, bancos ou empresas.

Economias abertas com livre mobilidade de capital possuem um risco adicional, dado pela relação entre o volume de reservas internacionais e a taxa de câmbio. Em cenários com expectativas pessimistas e redução abrupta dos preços das ações, há saída maciça de capital, pois os investidores buscam ativos mais líquidos e seguros. Assim, o comportamento da taxa de câmbio se torna dependente do desempenho do mercado de

capitais e vice-versa, onde expectativas de redução dos preços das ações podem provocar desvalorização da moeda nacional³⁵ (Salama, e Belluzzo e Coutinho, 2008).

Para evitar a saída de capital, o governo pode elevar a taxa de juros, no intuito de compensar o aumento do risco cambial. Como demonstrado por Oreiro (2007), juros mais altos afetam os portfólios dos investidores nacionais e estrangeiros, os quais reduzem a participação de ações em suas carteiras, afetando ainda mais o mercado de capitais, já fragilizado pelas vendas anteriores. Além disto, tem-se o aumento do custo da dívida pública e privada, ampliando a fragilidade financeira das famílias, das empresas e do governo. Este ciclo expõe a fragilidade financeira do país e a sua dependência do capital internacional, a qual fora mascarada durante o período de euforia econômica (Resende e Amado, 1997). Assim, a volatilidade do fluxo de capital aumenta a vulnerabilidade do país, independente do comportamento do balanço de pagamentos³⁶.

Segundo Curado (2001), em períodos de instabilidade econômica o uso de políticas monetárias contracionistas tem se mostrado limitado, pois o aumento da taxa de juros não consegue evitar a fuga de capital e as crises cambiais. A mudança de expectativas dos investidores externos, decorrente do aumento da vulnerabilidade da economia como um todo, provoca a interrupção no fluxo de capital e a depreciação esperada torna-se uma profecia auto-realizável. Portanto, em uma economia financeirizada as fragilidades microeconômicas resultam em fragilidades macroeconômicas e vice-versa, provocando crises cambiais. Nestes períodos de crise, o racionamento do crédito internacional provoca a interrupção do investimento, restringindo o crescimento pelo lado do balanço de pagamentos, como apresentado pelos modelos Thirlwall (1979) e McCombie e Thirlwall (1994).

Então, em uma economia liderada pelas finanças, o comportamento da taxa de câmbio é mais determinado pela liquidez internacional que pelo saldo em transações correntes. Neste contexto, as crises lideradas pelas finanças ou bolhas de ativos, não têm

³⁵ A financeirização e a globalização da economia provocam a volatilidade dos fluxos de capital internacional, principalmente aqueles destinados à compra de títulos públicos e privados. Esta volatilidade possui efeitos macroeconômicos adversos que podem se manifestar via quantidade e preço da moeda externa e das mercadorias (importadas e nacionais), além de exacerbar as crises financeiras, principalmente nos países em desenvolvimento.

³⁶ De acordo com Aglietta (2004b), a financeirização da economia aumenta a vulnerabilidade e o risco sistêmico, tendo impactos macroeconômicos significativos, a saber: a) os recursos econômicos são alocados de forma ineficiente; b) a coordenação dos mercados é prejudicada, exacerbando os problemas relacionados com assimetrias de informação (conduta moral e seleção adversa); e, c) o problema de coordenação não permite que os agentes observem os impactos de suas ações sobre os outros agentes (externalidades), assim o bem-estar de todos é afetado. Em momentos de crise as falhas de mercado impedem que a economia retorne a uma condição de equilíbrio.

origem no lado real da economia, como no caso de uma superprodução, mas decorrem de um processo de acumulação que se torna insustentável no longo prazo, sobretudo em decorrência do lado financeiro.

CAPÍTULO 2 – A DINÂMICA DA ECONOMIA BRASILEIRA E O PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO

2.1 - Introdução

O processo de industrialização brasileira, nas décadas de 1960 e 1970, foi apoiado em três pilares: industrialização via substituição de importações, intervenção estatal e endividamento externo. Porém, a partir do II Choque do Petróleo e do aumento da taxa de juros norte-americana tem-se a interrupção do fluxo de capital externo voluntário aos países latino americanos. Este novo cenário afetou a condução da política industrial brasileira e impôs um processo de ajustamento externo e interno, que resultou em queda da taxa de crescimento³⁷ da economia brasileira a partir de 1980, deterioração das contas públicas, aumento da taxa de inflação e da dívida pública interna.

A deterioração das contas públicas reduziu a capacidade do Estado de realizar novos investimentos, o que, conjugado à aceleração da inflação e à adoção dos ideais neoliberais de redução da participação do Estado na economia e liberalização comercial e financeira, dá suporte ao processo de privatização do início dos anos 1990. Este processo, apoiado pela elite nacional e pelos investidores internacionais, baseou-se na justificativa de que o setor privado é mais eficiente na alocação dos recursos e na seleção dos investimentos.

Além disso, o final da década de 1980 e início dos anos de 1990, marcou o começo da liberalização comercial e financeira no país, intensificada a partir de 1994 com o Plano Real. Consequentemente, houve o retorno do país ao fluxo de capital externo voluntário, o controle da inflação e o crescimento do passivo externo, o que aumentou a fragilidade externa e interna do país e contribuiu para diversas crises cambiais. O retorno do país ao fluxo financeiro internacional permitiu a adoção da política de ancoragem cambial, resultando na valorização da taxa de câmbio real e nominal. Este processo gerou sucessivos déficits na balança comercial e em transações correntes na década de 1990, os quais foram financiados pela conta capital e financeira. O país adotou uma política de elevação dos juros no intuito de atrair capital para financiar a conta de bens e serviços. Este processo mostra a dependência do país em relação ao fluxo de capital internacional e reforça o processo de acumulação liderado pelas finanças. Pode-se dizer que os conflitos distributivos, iniciados na década anterior,

³⁷ De acordo com o IBGE entre 1970 e 1979, a economia brasileira cresceu, em média, 8,79% ao ano. Já entre 1980 e 1989 o crescimento médio foi de 3,0% ao ano, ficando este período conhecido na literatura econômica brasileira como a “década perdida”.

colocaram fim à era da regulação fordista no país. Assim, de acordo com Cano (1999), este processo de ajustamento externo e interno forneceu os mecanismos da dominação das finanças internacionais e contribuiu para o surgimento dos ideais neoliberais no Brasil.

Os processos de ajustamento externo e interno dos anos de 1980, resultaram na deterioração das contas públicas e na aceleração da inflação, contribuindo para o comportamento rentista e o aumento do poder das finanças e das variáveis financeiras sobre a economia. Esta dinâmica durou até meados da década de 1990, modificando-se com a implantação do Plano Real, resultando na intensificação das reformas neoliberais. A manutenção da taxa de juros elevada durante as décadas de 1990 e 2000 favoreceu a acumulação patrimonial através da renda dos juros dos papéis da dívida pública. Como será discutido posteriormente, as reformas micro e macroeconômicas conduziram o país à fragilidade e a sucessivas crises cambiais.

O início e o desenvolvimento do processo de financeirização da economia brasileira foram condicionados pela estrutura macro-institucional do país, diferente do ocorrido nas economias mais desenvolvidas – em que este processo decorreu principalmente do endividamento das famílias e das empresas em um ambiente de taxas de juros reduzidas. O desenvolvimento da financeirização no Brasil assumiu um caráter específico, baseado na indexação dos títulos da dívida pública e no endividamento interno do setor público, o que atrelou a rentabilidade dos investimentos produtivos à rentabilidade destes títulos, principalmente na década de 1980.

Este capítulo discute os aspectos históricos que conduziram ao processo de financeirização da economia brasileira e como este processo afetou a gestão das empresas não-financeiras de capital aberto. Para isso, foram estudadas as empresas não financeiras de capital aberto que transacionam suas ações na Bovespa no período de 1995 a 2008. Foi analisado o padrão de financiamento, os indicadores de endividamento, a política de distribuição de recursos aos acionistas, a recompra de ações, os gastos com o imobilizado, a taxa de retenção e a rentabilidade do capital, entre outros. Estes dados permitiram relacionar os impactos da financeirização sobre as empresas ao longo do período, e estabelecer uma relação entre o processo de financeirização e a fragilidade micro e macroeconômica, no sentido deste conceito para Minsky (1986).

2.2 – Estatização da Dívida Externa e Crise das Contas Públicas

O processo de industrialização intensificou-se a partir da década de 1930, apoiado no programa de substituição das importações. De acordo com Cano (1999), ocorreu um aumento da intervenção estatal na economia e do seu controle sobre as finanças e o comércio internacional, com o objetivo de desenvolver um ambiente econômico favorável ao processo de industrialização. Esta intervenção era justificada pelo efeito indutor do investimento público sobre o investimento privado (efeito *crowding-in*), aplicando recursos públicos em setores que não atraíam a iniciativa privada ou em projetos de maturação longa e/ou que necessitavam de um grande volume de recursos financeiros.

A implantação do II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND) em 1975 tinha como objetivo manter as elevadas taxas de crescimento observadas nos anos anteriores, apoiando-se nas seguintes metas: 1) substituição das importações de produtos industriais básicos e bens de capital e 2) rápida expansão da infraestrutura básica da economia (Baer, 1996). O financiamento do investimento neste período ocorreu por meio do aumento do endividamento externo, com a justificativa de que havia hiatos de divisas e de poupança interna que restringiam a taxa de crescimento da economia.

Entretanto, segundo Cruz (1983) e Carneiro (2002), o crescimento via endividamento não se fundamentou no problema desses dois hiatos, e sim em uma combinação entre os interesses dos setores bancários internacional e doméstico, e no excesso de liquidez no sistema financeiro internacional. Esta união de interesses propiciou lucros elevados a estes setores e, ao mesmo tempo, retirou do setor financeiro nacional a responsabilidade de criar um sistema de financiamento de longo prazo. O excesso de liquidez no mercado internacional permitiu a contratação de créditos a prazos cada vez mais longos e *spreads* cada vez menores. Além disso, era interesse do governo buscar recursos externos para financiar o déficit em transações correntes, crescente, desde 1974, devido à deterioração dos termos de troca e ao aumento do custo do serviço da dívida.

O aumento da incerteza no cenário econômico externo devido ao segundo choque do petróleo e à elevação da taxa de juros internacional, levou os bancos e empresas que contraíram dívida externa nos anos anteriores a resgatá-las, pagando em moeda nacional, sob a tutela do Estado, a partir de 1979 (Cano, 1999). O Estado passou

a ser o principal credor da dívida externa ocupando o lugar do setor privado, e à medida que ocorria esta transferência, o governo e as empresas estatais tomaram grandes empréstimos no exterior³⁸, tornando sua estrutura financeira do tipo Especulativa e Ponzi (Belluzzo e Almeida, 2002). A estatização desta dívida externa deveu-se aos seguintes fatores: a) em razão da necessidade de financiar os déficits crescentes em transações correntes, o governo se viu obrigado a recorrer ao financiamento externo, aumentando seu endividamento, e b) o setor privado pressionou o setor público a criar um mecanismo de socialização do risco cambial, resultando em uma grande transferência da dívida externa do setor privado para o setor público, principalmente entre 1977 e 1985 (Cruz, 1983).

Para facilitar a captação de recursos no exterior, o governo realizou algumas reformas monetárias, fiscais e financeiras, tais como: a) eliminação ou redução do controle sobre o crédito externo e a criação de incentivos adicionais; b) utilização da política de crédito e juros internos como forma de favorecer a obtenção de recursos no exterior, e c) aumento crescente da participação do setor público na captação de recursos no exterior. Contudo, estas medidas não ampliaram as fontes de financiamento externo para o setor privado. Assim, o governo viu-se obrigado a recorrer ao sistema financeiro internacional para financiar a posição de curto prazo do balanço de pagamentos e os investimentos do II PND.

A redução da liquidez no mercado financeiro internacional, a partir do II Choque do Petróleo, fez o país obter, pela primeira vez, um saldo negativo na conta financeira, e o fechamento do balanço de pagamentos se deu por meio de redução das reservas. O país teve dificuldade de captar novos recursos e de rolar sua dívida, e esta escassez foi ampliada com a moratória da dívida mexicana em 1982.

À época, surgem os primeiros problemas no financiamento do balanço de pagamentos devido à diminuição do fluxo de capitais internacionais voluntários. Então, adotou-se uma nova política fiscal e monetária, com o objetivo de reduzir os investimentos e o ritmo de crescimento da economia. Houve um aumento da taxa de juros e políticas de desvalorizações cambiais, com impactos negativos sobre a absorção e as importações, e positivos sobre as exportações. A finalidade era gerar recursos

³⁸ De acordo com Cruz (1983), as captações públicas de recursos ocorreram, principalmente, através das empresas estatais – energia, siderurgia e telecomunicações – devido à política do governo que reduziu a capacidade de autofinanciamento destas empresas, através do controle dos preços e das tarifas e, também, limitando a participação destas empresas no mercado de ações e no mercado de crédito interno

financeiros para pagar a dívida contraída no período de excesso de liquidez externa e de expectativas positivas em relação à economia brasileira.

A partir de 1980 o país experimenta a aceleração da inflação, modificando o foco da política macroeconômica, que passa a ser o controle dos preços e do déficit público. O novo cenário econômico resultou na deterioração das contas públicas e da capacidade do setor público em realizar novos investimentos, afetando o ritmo de crescimento da economia. Assim, configurou-se a justificativa para a implementação do ideal neoliberal no país.

2.2.1 – Restrição Externa e Deterioração das Contas Públicas

A mudança no foco da política macroeconômica em 1980, objetivou a redução das necessidades de divisas estrangeiras através do controle da absorção interna. A redução do ritmo de crescimento da economia brasileira, através da limitação do investimento e do consumo, resultou no aumento das exportações, no saldo da balança comercial e no aumento da poupança do setor privado. Contudo, este processo de ajustamento acabou afetando as contas públicas negativamente (Werneck, 1987).

Dado que o setor público era o principal detentor da dívida externa, e este não conseguia gerar recursos financeiros para pagar o principal e o serviço da dívida, e a interrupção do fluxo de capital voluntário externo não permitia seu refinanciamento, este apropriou da poupança do setor privado através da venda de títulos públicos. Consequentemente, o Estado passou a se endividar internamente através da troca de dívida externa por dívida interna, resultando no aumento da dívida pública interna (Fraga Neto e Resende, 1985). Assim, a restrição externa e o processo de ajustamento resultaram no aumento dos conflitos distributivos o que, segundo Baer (1996), foi uma das principais fontes da aceleração da inflação neste período.

Entre 1980 e 1989, a dívida pública interna passou de 6,7% para 28,4% do PIB (tabela 1). De acordo com Carneiro (2002), o aumento do endividamento decorreu de uma combinação de vários fatores, a saber: a) redução da taxa de crescimento, b) aumento do custo da dívida externa, devido à elevação da taxa internacional de juros e políticas de maxidesvalorização cambial, aumentando a transferência de recursos ao exterior, c) aumento da inflação e da taxa de juros interna, que elevaram a transferência de recursos para o setor privado, e d) incentivos e isenções fiscais aos produtos destinados a exportação.

Tabela 1
Carga Tributária, Transferências do Setor Público, Transferências ao Exterior e
Evolução da Dívida Líquida Interna Pública em Porcentagem do PIB: 1980-89

Itens/Ano	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Carga tributária bruta	24,7	24,5	25,0	24,7	21,4	22,0	25,0	23,2	21,9	21,9
Transferências*	12,6	12,2	13,2	13,9	12,9	12,4	11,8	11,4	11,3	12,5
Carga tributária líquida**	12,1	12,3	11,8	10,8	8,5	9,7	13,7	11,9	10,6	9,4
Dívida Interna***	6,7	12,6	12,8	17,1	19,5	29,5	30,4	32,4	31,7	28,4
Transferências ao exterior***	-2,1	-0,3	-0,6	2,4	5,6	5,2	2,4	3,2	5,0	4,17

Fonte: Bacen/Depec (1989). Indicadores Macroeconômicos do Setor Público, *apud*: CARNEIRO (2002)

***Fonte: Relatório do BACEN, vários anos

*Transferências = pagamento com juros+subsídios+previdência

**Carga tributária líquida = Carga tributária bruta - Transferências

O aumento da incerteza devido à aceleração da inflação eleva a preferência pela liquidez e por resultados de curto prazo, o que Madi (1993) denomina de comportamento defensivo-especulativo. Ao longo da década de 1980 este comportamento pôde ser observado pela demanda crescente por títulos públicos, os quais atendiam ao interesse patrimonial dos agentes econômicos, e pela redução da demanda por moeda não indexada (depósitos a vista e a prazo). Assim, houve um aumento do M2 e uma queda do M1 em relação ao PIB. De 1985 a 1989 a participação dos títulos públicos no PIB tornou-se maior que a participação dos depósitos de poupança, sendo esta diferença mais significativa em 1989, quando a primeira foi de 13,9% e a segunda foi de 8,1% (tabela 2). Portanto, ocorreu um processo de transferência da riqueza dos depósitos tradicionais para os títulos públicos, principalmente os indexados e de prazos mais curtos, que foi intensificado pelas inovações financeiras, como discutido por Fernandes (2009).

Tabela 2

Meios de Pagamentos para Final de Período em Porcentagem do PIB: 1980-1989

Ano	M1	Títulos Públicos	M2	Depósito Poupança	M3	M4
1980	8,8	4,2	13,0	6,3	19,3	23,3
1981	7,3	5,4	12,7	7,0	19,8	23,5
1982	6,5	6,8	13,4	8,1	21,4	26,0
1983	5,2	6,0	11,2	9,2	20,4	25,3
1984	3,8	6,6	10,4	9,4	19,8	25,5
1985	3,7	10,4	14,1	9,2	23,3	29,5
1986	8,2	9,3	17,5	8,1	25,6	31,7
1987	4,6	10,1	14,5	9,7	24,4	29,2
1988	2,8	12,2	15,0	10,8	25,7	29,8
1989	2,1	13,9	16,0	8,1	24,1	26,9

Fonte: BACEN, *apud* Carneiro (2002)

M1 = depósitos à vista+papel moeda em poder do público

M2 = M1+títulos públicos

M3 = M2+depósitos de poupança

M4 = M3+depósitos a prazo

Segundo Belluzzo e Almeida (2002) e Cano (1999), o aumento do endividamento do setor público e os fracassos dos planos de estabilização em controlar a inflação, afetaram negativamente as expectativas em relação à capacidade do Estado de gerenciar as políticas monetária e fiscal. Os agentes privados, temendo a redução do valor do seu patrimônio, pressionaram o Estado para manter inalterada sua riqueza, por meio do aumento da transferência de renda através do capital rentista. Assim, estes agentes demandavam o aumento dos juros e a indexação dos títulos públicos, bem como o encurtamento de seu prazo de vencimento. Este processo resultou em uma dinâmica interna própria, em que estes títulos eram negociados a custos elevados e com vencimentos cada vez mais curtos no sistema bancário, convertendo-se em quase-moedas. Neste cenário de incerteza, teve lugar o desenvolvimento de títulos lastreados as operações de *overnight*. A taxa de juros de curto prazo – *overnight* – tornou-se o critério de reajuste dos preços, de forma que estes não se relacionavam mais ao processo produtivo (ou seja, com os custos de produção) e sim ao comportamento da inflação e das expectativas dos agentes privados, que detinham os títulos públicos. Este processo foi definido por Bruno *et al* (2011) como um padrão de financeirização inflacionista.

A aceleração da inflação impôs certa lógica financeira ou patrimonialista, como discutido por Chesnais (1996), sendo esta uma das características do processo de financeirização da economia brasileira. Este processo foi conduzido pelo aumento do endividamento do setor público e pela indexação dos títulos. Dado o baixo risco destes

títulos e sua liquidez elevada, em um ambiente de alta incerteza, as atividades financeiras tornaram-se mais atrativas do que as produtivas e a taxa de juros destes títulos tornou-se o balizador da atividade produtiva. Então, à medida que a rentabilidade das atividades produtivas não acompanhava a taxa de crescimento e a rentabilidade dos títulos indexados, ocorria uma transferência da riqueza do setor produtivo para o financeiro (Belluzzo e Almeida, 2002). Este processo impactou negativamente os investimentos, público e privado, e a taxa de crescimento econômico (ver tabela 3 e 4). O investimento público atingiu os menores valores nos anos de 1983 e 1984, ficando em torno de 1,80% e 1,86% do PIB, respectivamente. O investimento privado também reduziu-se, passando de 20,5% do PIB em 1980 para 14,5% em 1989, consequência da redução do investimento público e do deslocamento da riqueza privada para o investimento financeiro.

Tabela 3

Taxa de Investimento em Porcentagem do PIB: 1980-1989

Ano	Investimento Público em %	Investimento Privado em %	Taxa Variação do PIB
1980	2,3	20,5	9,2
1981	2,7	20,5	-4,25
1982	2,3	19,02	0,83
1983	1,80	16,14	-2,93
1984	1,86	14,54	5,4
1985	2,27	14,71	7,85
1986	3,04	16,18	7,49
1987	2,74	19,51	3,53
1988	2,5	15,00	-0,06
1989	2,1	14,50	3,16

Fonte: IpeaData

Consequentemente, a taxa de crescimento do investimento do governo foi negativa, com impactos negativos sobre o investimento privado que cresceu apenas 0,7% no período. De acordo com Carneiro (2002), os gastos com investimento neste período foi realizados pelas empresas exportadoras (ver tabela 4)

Tabela 4
Evolução da Taxa de Crescimento Real do Investimento do Setor Público e do Setor Privado: 1981-1983

Período	Invt. Estatal	Invt. da Adm. Pública	Invt. do Setor Privado
1981-1989	-7,4	0,1	0,7
1981-1983	-10,8	-12,6	-11,5
1984-1986	-1,0	29,4	10,2
1987-1989	-10,01	-16,5	2,6

Fonte: IBGE, *apud*: Caneiro (2002)

Este processo também afetou a estrutura patrimonial do setor bancário. Estes reduziu a oferta de crédito ao setor privado não-financeiro, pois a aceleração inflacionária aumentava o risco de inadimplência, deslocando os recursos deste setor para a compra de títulos públicos e para os depósitos em moeda estrangeira no Banco Central³⁹. O crédito era destinado, principalmente, às empresas estatais, pois seu risco era considerado menor que do setor privado. A elevação do lucro financeiro permitiu uma alta lucratividade e rentabilidade deste setor (Belluzzo e Almeida, 2002).

Segundo Pereira (1987), a redução do ritmo de crescimento econômico diminuiu a taxa de lucro das empresas, principalmente das estatais. Esta queda dos lucros e a deterioração das contas públicas tornaram-se as principais fontes de conflito entre a burguesia nacional e o Estado. Devido a deterioração das contas públicas, o setor público e passou a pleitear a redução da intervenção estatal, com a justificativa que o setor privado é mais eficiente na alocação dos recursos econômicos.

Ao subordinar o sistema produtivo às finanças, a financeirização impõe uma lógica rentista às empresas, afetando o regime de acumulação da economia. As decisões de investimento passam a ser validadas pelos mercados financeiros, consequentemente, o capital torna-se mais impaciente, buscando resultados de curto prazo em detrimento dos de longo prazo. Para elevar a rentabilidade do capital, as empresas aumentam as atividades financeiras e a posse de ativos financeiros.

No Brasil a incerteza do ambiente econômico e institucional da década de 1980 impôs uma mudança no padrão de acumulação das empresas, conduzindo-as a um comportamento rentista com o objetivo de proteger sua estrutura patrimonial. Nesse sentido, torna-se importante analisar o comportamento das empresas não financeiras brasileiras neste período para entender o início do processo de financerização da economia brasileira, caracterizado pela dominância da lógica financeira.

³⁹Estes depósitos objetivam neutralizar o risco das desvalorizações cambiais (Belluzzo e Almeida, 2002).

2.2.2 – Gestão das Empresas Não-Financeiras entre 1980 e 1989

A restrição de crédito externo e a instabilidade da economia impuseram uma nova lógica de acumulação e de estrutura patrimonial às empresas não-financeiras brasileiras. Como apontado por Pereira (2000) e Belluzzo e Almeida (2002), a aceleração da inflação e a incerteza em relação à economia resultaram no desenvolvimento de mecanismos formais e informais de indexação de preços, salários e ativos financeiros. As empresas não-financeiras adotaram uma estrutura patrimonial mais defensiva, afetando suas políticas de financiamento e investimento e as estratégias de formação de preços. Para proteger-se da desvalorização patrimonial, estas empresas mudaram o foco para resultados de curtíssimo prazo e aumento da liquidez, levando ao aumento da demanda por ativos financeiros indexados e à redução do endividamento⁴⁰ e do investimento produtivo.

Estas mudanças na política de financiamento, na estrutura patrimonial e nas decisões de investimento das empresas não-financeiras foram causadas pelos seguintes fatores: a) o aumento da taxa de juros externa e a desvalorização cambial elevaram o custo da dívida contraída anteriormente – no período do II PND – aumentando o risco de inadimplência, o que dificultou a renovação e a obtenção de novas dívidas no exterior, b) o aumento da incerteza elevou a preferência pela liquidez dos ofertantes de crédito, afetando o volume e o custo dos novos empréstimos em moeda nacional, e c) dada a instabilidade da economia – períodos de crescimento e recessão – as empresas não conseguiam determinar de maneira precisa o retorno esperado do investimento, ou seja, se os fluxos de caixa seriam positivos (Belluzzo e Almeida, 2002). Estes cenários podem resultar em uma estrutura patrimonial mais frágil das empresas, do tipo Especulativa e *Ponzi*, como apresentado por Minsky (1986).

Devido ao cenário macroeconômico do país, os projetos de investimento eram avaliados de acordo com os títulos de maior liquidez e menor risco, que eram os títulos da dívida pública, resultando na elevação da taxa de desconto usada para calcular o valor esperado dos projetos. Assim, as empresas buscavam projetos de investimento com alta rentabilidade, retorno rápido e com fluxos de caixa estáveis que não dependessem apenas do mercado interno (Frenkel e Fanelli, 1995).

⁴⁰O ajuste externo e os desequilíbrios internos afetaram as expectativas dos agentes em relação ao fluxo de caixa esperado dos investimentos e os custos de produção em moeda nacional. Ao aumentar a incerteza sobre o retorno de um investimento, a aceleração inflacionária aumentou a preferência pela liquidez, elevando a demanda por ativos financeiros mais líquidos e de menor risco: títulos públicos indexados e moedas estrangeiras.

Para reduzir sua vulnerabilidade, as empresas buscaram diminuir seu endividamento, tanto em moeda estrangeira quanto nacional. Como visto anteriormente, este desendividamento externo ocorreu por meio da transferência da dívida do setor privado para o público. As empresas não-financeiras reduziram o ritmo do investimento e elevaram o *markup*, possibilitando o aumento da geração de recursos próprios internos e da margem de retenção. Estes recursos tinham como objetivo principal reduzir o endividamento em moeda nacional e financiar o investimento. Esta mudança na estratégia das empresas afetou negativamente o investimento e o crescimento da economia.

Carneiro (2002) destacou que a taxa de crescimento real do investimento privado entre 1981 e 1989 foi de 0,7%, muito baixa quando comparada com as décadas anteriores. Segundo o autor, as empresas que realizaram investimentos neste período foram aquelas que destinavam parte da sua produção ao mercado externo e à reposição do capital. Devido à restrição de crédito e à política de desendividamento, estes investimentos foram financiados principalmente com recursos próprios internos e externos – lucro retido e emissão de ações. Como demonstrado por Singh (1995), entre 1985 e 1991, quase 57% dos investimentos foram financiados pelo lucro retido, 36% por meio de emissão de novas ações e 7,7% através de dívidas de longo prazo⁴¹. Segundo este autor, a taxa de retenção das empresas foi de 94%, média muito superior a dos outros países estudados, que foi de 62%. Pereira (2000) observou uma redução do endividamento das 500 maiores empresas brasileiras, sendo que o endividamento médio⁴² passou de 57% nos anos de 1970 para cerca de 37% em 1989. Um estudo realizado por Claessens, Djanrović e Lang (1998) para alguns países em desenvolvimento entre 1988 e 1996 mostrou que o Brasil era o país com a menor relação Passivo Total/Patrimônio Líquido⁴³ entre os países estudados. Isto mostra a preocupação das empresas não-financeiras brasileiras em diminuir seu endividamento, com o objetivo de reduzir os custos e os riscos associados ao passivo e, assim, minimizar sua vulnerabilidade aos choques exógenos.

⁴¹ O autor também realizou um estudo para alguns países em desenvolvimento, a saber: Coréia, Paquistão, Tailândia, México, Índia, Turquia, Malásia e Zimbábue. No caso do Brasil, utilizou os dados contábeis das 100 maiores empresas entre 1985 e 1991.

⁴² A razão do endividamento é dada pela relação entre a soma do Passivo Circulante (PC) com o Exigível a Longo Prazo (ELP) e o Ativo Total (AT), sendo expressa por $(PC + ELP) / AT$.

⁴³ De acordo com os autores a razão de endividamento total sobre os recursos próprios do país ficou em torno de 55%, o que demonstra que as empresas recorreram mais aos recursos próprios para financiar seu crescimento. Além de afetar a taxa de investimento e de crescimento da economia neste período, isto também permitiu um aumento da rentabilidade do patrimônio e do ativo.

No cenário de aceleração inflacionária, as empresas elevaram o *mark-up* para reduzir o endividamento e manter sua riqueza constante. De acordo com Belluzzo e Almeida (2002), na década de 1980 as empresas nacionais aumentaram o *mark-up* de 37,5% para 102% enquanto nas empresas estrangeiras este crescimento foi de 25% para 51%. A tabela 5 mostra a evolução deste índice para a indústria brasileira, que saiu de 96,1 em 1985 para 102,1 em 1994. Estes fatos refletem um deslocamento para os objetivos de curto prazo e uma preocupação em aumentar rentabilidade para compensar o risco da desvalorização patrimonial.

Tabela 5
Índices de *Mark-Up* da Indústria Brasileira entre os anos de 1985-1994: base agosto de 1994

Ano	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Total Indústria	96,1	95,8	96,6	105,4	106,9	113,8	102,8	107,2	108,6	102,1

Fonte: Pereira (2000)

A redução do endividamento diminuiu significativamente as despesas financeiras no período, o que contribuiu para aumentar a rentabilidade e o lucro antes do imposto de renda. Com o objetivo de elevar a rentabilidade do ativo, estas empresas aumentaram a velocidade de rotação do estoque, a proporção de ativos financeiros no ativo total e adotaram novas práticas contábeis e financeiras. O aumento da taxa de retenção e a redução do investimento levaram as empresas a deslocar parte dos recursos líquidos disponíveis para aplicações mais rentáveis e de maior liquidez, reduzindo a poupança tradicional. Como apontado por Belluzzo e Almeida (2002), na década de 1980 observou-se um crescimento da participação do lucro não-operacional ou financeiro no lucro líquido, dos ativos financeiros no ativo total (de cerca de 7% em 1978-1980 para 12,5% em 1981-1989) e da margem de lucro, a qual foi de 35% no período. Segundo Pereira (2000), entre 1980 e 1993 a rentabilidade média do patrimônio líquido das 500 maiores empresas brasileiras foi de 9% e Claessens, Djanrov e Lang (1998) encontraram uma rentabilidade média do ativo igual a 4,7% entre 1988 e 1996 para as empresas do Brasil. Portanto, a redução do endividamento e do investimento, juntamente com o aumento do *mark-up*, permitiram que as empresas não-financeiras mantivessem a rentabilidade do patrimônio e do ativo em níveis elevados, mesmo neste período de ajustamento e baixo crescimento econômico.⁴⁴

A incerteza presente no cenário econômico criado pelo ajustamento externo, pela deterioração das contas públicas e pela aceleração inflacionária, promoveu uma

⁴⁴ A manutenção deste *mark-up* elevado foi possível devido à uma estrutura oligopolizada em uma economia fechada, o que protegia a indústria brasileira da concorrência internacional.

mudança na alocação dos recursos para aplicações financeiras, em detrimento do investimento produtivo. Desta forma, tem-se a dominância do credor sobre o devedor, com uma política distributiva em favor do primeiro e a afirmação do domínio das finanças.

De acordo com Tavares (1977), o processo de financeirização da economia brasileira iniciou-se a partir da reforma do sistema financeiro e bancário de 1964 e com a criação da indexação. Estas reformas resultaram no desenvolvimento de novas atividades financeiras e de novos produtos financeiros, além de permitir o aumento do endividamento dos setores público e privado. Foram desenvolvidos os mercados de capitais e de títulos e os mercados monetário e cambial. Porém, devido ao I e II PND, as taxas de investimento e de crescimento ainda eram elevadas, mostrando ainda certa dominância do setor produtivo sobre as atividades financeiras. Acredita-se nesta tese que este processo se inverteu a partir da crise externa, como resultado do padrão de crescimento e de financiamento da década de 1970. Como discutido pela autora, entende-se que estas reformas permitiram o desenvolvimento e o crescimento das atividades financeiras no Brasil. Este novo quadro institucional permitiu o posterior domínio da lógica financeira no processo de acumulação, que se inicia na década de 1980 com o comportamento patrimonialista das empresas.

A deterioração das contas públicas, a aceleração da inflação e as baixas taxas de investimento produtivo e crescimento econômico subsidiaram a construção do argumento de que o processo de industrialização via substituição de importações e a participação do setor público na economia provocaram distorções que impediram o bom funcionamento dos mecanismos de mercado e comprometeram o crescimento de longo prazo do país. Este argumento serviu de base para a adoção das reformas neoliberais defendidas e postuladas pelo Consenso de Washington, as quais induziriam a um crescimento sustentado: a) redução da participação do Estado na economia através de um amplo programa de privatização, b) desregulamentação e liberalização financeira e comercial, c) políticas monetária e fiscal contracionistas para reduzir a demanda agregada, no intuito de diminuir o déficit público e controlar a inflação, d) promoção do desenvolvimento do mercado de capitais, e e) adoção de mecanismos de governança focados na proteção dos direitos de propriedade, entre outras medidas. Como discutido por Bruno *et al* (2011), estas reformas afetaram o padrão de crescimento econômico apoiado na industrialização via substituição de importação, modificando a relação capital/trabalho, a relação do Estado com a economia e a inserção internacional do país.

Assim, a década de 1990 foi marcada por uma ampla gama de reformas institucionais, micro e macroeconômicas, que permitiram o retorno do país ao fluxo de capital externo voluntário, possibilitando a ancoragem cambial para controlar a inflação. Entretanto, estas reformas aumentaram a fragilidade do país e sua vulnerabilidade interna e externa, resultando em diversas crises financeiras e cambiais durante as décadas de 1990 e 2000. No próximo tópico serão discutidas as reformas institucionais deste período e como estas conduziram ao aprofundamento do processo de financeirização da economia brasileira e ampliaram a vulnerabilidade externa do país. Ao contrário da década anterior, em que a vulnerabilidade da economia deveu-se à escassez de divisas para financiar o balanço de pagamentos e controlar a inflação, a vulnerabilidade dos anos 1990 resultou do aumento do passivo externo, como consequência do influxo de capital. A reversão deste fluxo levou a uma saída de capital da bolsa de valores, o que reduziu o valor das empresas, e provocou uma perda de reservas, com impactos significativos sobre a taxa de câmbio, dificultando o financiamento do saldo balanço de pagamentos. Esta crise foi decorrente da dependência do fluxo de capital de curto prazo e do processo de financeirização da economia.

Nesta seção mostramos como o ambiente macro-institucional se refletiu no comportamento das empresas, trazendo a discussão sobre a financeirização da economia para o nível microeconômico. A mudança no comportamento das empresas para uma postura rentista e patrimonialista na década de 1980, pelos motivos discutidos anteriormente, se refletiu em uma importância crescente das atividades financeiras e em uma queda da importância relativa do setor produtivo na acumulação destas empresas, iniciando-se neste período o processo de financeirização da economia brasileira. A experiência adquirida pelas empresas brasileiras com a acumulação financeira ao longo desta década contribuiu para o aprofundamento do processo de financeirização da economia brasileira a partir das reformas institucionais dos anos 1990 e 2000.

2.3 – Reformas Institucionais e Financeirização da Economia Brasileira entre 1990 e 2008

Para controlar os gastos públicos e a inflação, as principais medidas realizadas pelo Presidente Collor foram as liberalizações comercial e financeira, as reformas monetária e fiscal, que enxugaram a liquidez da economia, e a aceleração das

privatizações. Estas reformas institucionais foram ampliadas em 1994, resultando no retorno do país ao fluxo de capital voluntário e possibilitando a ancoragem cambial que contribuiu para o sucesso do Plano Real no controle da inflação.

Estas medidas resultaram no aumento das importações e em sucessivos déficits em transações correntes, os quais foram financiados pela conta capital e financeira. Para conter o excesso de liquidez decorrente, o governo adotou uma política de esterilização da moeda, com conseqüências negativas sobre as contas públicas. Estas reformas desenvolveram um ambiente institucional que favoreceu o crescimento da importância do capital financeiro no processo de acumulação, em detrimento do capital produtivo.

2.3.1 – Liberalização Financeira: o caso de um país em desenvolvimento

O processo de desregulamentação financeira no Brasil teve início com a reforma do sistema bancário em 1989, conferindo maior liberdade aos bancos na determinação da taxa de juros e nas transações no mercado monetário (Sicsú, 2008). A partir de 1991, ocorreu a liberalização e a desregulamentação da conta capital e financeira com a mudança do marco regulatório, no intuito de adequar a legislação do país à realidade dos mercados financeiros internacionais (Carneiro, 2002). Estas reformas abriram o mercado de capitais ao capital estrangeiro, permitiram a entrada dos bancos estrangeiros no mercado doméstico, deram maior liberdade à movimentação do capital, de residentes e não-residentes, e facilitaram a captação de recursos no exterior pelas empresas nacionais⁴⁵. Com o objetivo de remover ou reduzir as restrições e o controle sobre as instituições financeiras e promover a mobilidade do capital financeiro, a liberalização e a desregulamentação ocorreram por meio de três canais: a) conta capital e financeira do balanço de pagamentos, b) setor bancário e c) mercado de capitais. Estas mudanças institucionais levaram ao desenvolvimento de novos produtos financeiros e ao surgimento de novos atores, principalmente os investidores institucionais estrangeiros no mercado secundário da bolsa de valores.

O novo marco regulatório permitiu que as empresas não-financeiras ampliassem suas fontes de financiamento. Além de captar recursos via endividamento junto ao setor bancário externo e via emissão de títulos de renda fixa no exterior, estas empresas passaram a ter permissão para emitir títulos de renda variável no mercado de capitais

⁴⁵ Entre 1990 e 1992 houve a criação e o aperfeiçoamento da conta CC-5. Esta conta permitiu aos residentes transferir moeda ao exterior e aplicar nos mercados de capitais internacionais, e aos não-residentes aplicar no mercado brasileiro, dando liberdade de movimentação à moeda (Prates, 1997).

internacional. Estes títulos, denominados recibos de depósitos ou *Depositary Receipts* (DRs), são negociados no mercado nacional e podem ser renegociados ou mantidos em custódia nos mercados norte-americano (*American Depositary Receipts* - ADRs) ou em outros mercados internacionais (*Global Depositary Receipts* - GDRs)⁴⁶. Além destes, devido ao aumento da concorrência nos mercados de capitais internacionais e à necessidade de ampliar o mercado de capitais nacional, em 1996 foram criados os *Brazilian Depositary Receipts* (BDRs), os quais permitem que empresas estrangeiras negociem suas ações no mercado doméstico. Estas inovações configuram o processo de internacionalização do mercado de capitais brasileiro (Prates, 1997; Carneiro, 2002).

A entrada de capital externo no país a partir do final de 1991, foi causada por vários fatores: 1) aumento da liquidez no mercado internacional, 2) declínio das taxas de juros nos países desenvolvidos, 3) aumento da taxa de juros doméstica, 4) estagnação da taxa de retorno dos investimentos nos países desenvolvidos, 5) sucesso do Plano Real no controle da inflação, 6) intensificação das privatizações, 7) valorização dos papéis públicos, 8) perspectivas favoráveis em relação à taxa de retorno das ações das empresas brasileiras negociadas nas bolsas de valores (Belluzzo e Almeida, 2002), e 9) a renegociação da dívida externa nos moldes do Plano Brady, o que reduziu o custo e o montante desta dívida, diminuiu a percepção do risco país por parte dos investidores externos e criou um ambiente favorável ao desenvolvimento do mercado de títulos nos países em desenvolvimento.

Nos primeiros anos do retorno do país ao fluxo de capital voluntário externo, o investimento em portfólio (ações, títulos da dívida pública e privada, entre outros papéis negociáveis) foi predominante. Segundo Carneiro (2002) os principais investidores eram os fundos de investimento norte-americanos e os investidores individuais nacionais que operavam como não-residentes por meio de bancos em paraísos fiscais. O fluxo líquido do investimento em portfólio alcançou seu valor máximo em 1994, reduzindo-se a partir de 1995 devido à crise mexicana, a partir da qual houve um aumento no volume do IDE e de empréstimos de longo prazo. Entre 2001 e 2003 o fluxo de capital externo se reduziu devido a: a) à queda do crescimento da economia brasileira causada pelo apagão da energia, b) ao aumento da incerteza internacional em consequência do atentado de 11 de setembro e c) ao efeito Lula.

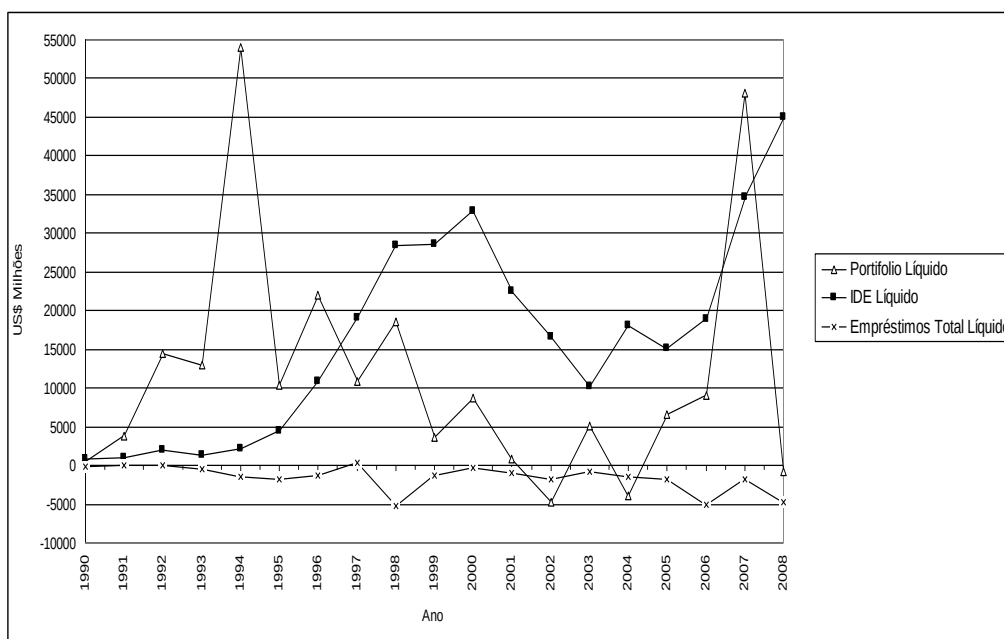
⁴⁶ Para entender a evolução e o desenvolvimento da liberalização e dos novos produtos financeiros ver Prates (1997). De acordo com a autora, os ADRs dão maior liquidez aos títulos, eliminam o risco cambial e permitem ao investidor realizar as transações no seu país de origem.

O aumento da liquidez externa, a ampliação das reformas liberalizantes, a redução do risco país por parte dos investidores internacionais, a gestão da política cambial focada na estabilização da taxa de câmbio e as expectativas de ganho no mercado acionário doméstico, principalmente com as empresas de produção de *commodities*, provocaram um novo influxo de capital externo a partir de 2004 (Prates, 2006). Houve uma recuperação tanto do investimento em portfólio quanto do investimento direto, atingindo valores históricos em 2007 e 2008, respectivamente. Este fluxo se inverte no segundo semestre de 2008, resultado da crise financeira internacional (gráfico 1).

A volatilidade no fluxo de capital externo está associada principalmente aos investimentos em portfólio. Em períodos de crise financeira ou de reversão de expectativas, este tipo de capital sai rapidamente do país, como ocorreu nas crises asiática em 1997, russa em 1998, brasileira em 1999 e americana em 2008. Quando o ambiente econômico é favorável e o clima é de euforia, o capital externo retorna para aproveitar as altas taxas de retorno.

Gráfico 1

Fluxos Líquidos de Recursos Externos para o Brasil: 1990-2008



Fonte: Bacen

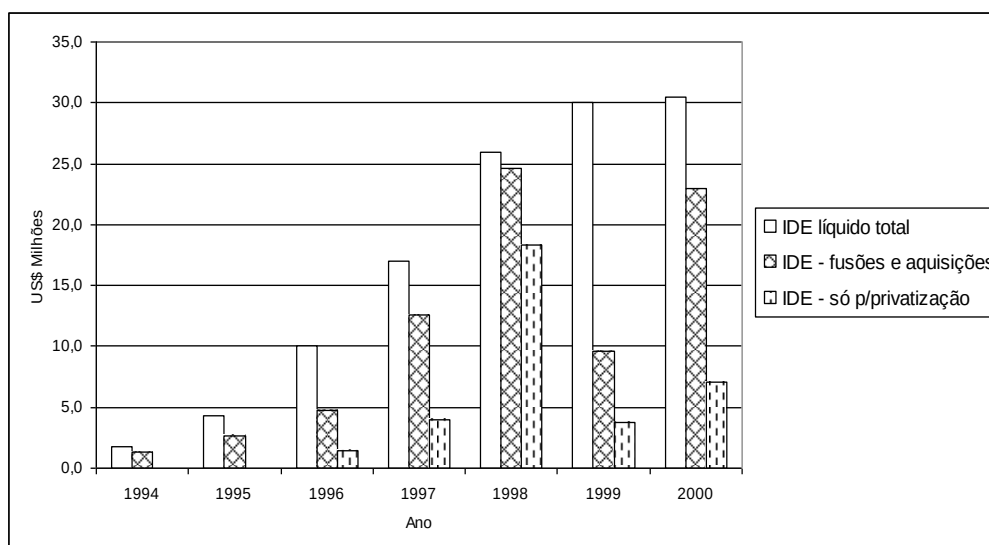
Obs.: Empréstimo Total Líquido = Emp. LÍq. de CP e LP+Financiamentos LÍq. de CP e LP

Ao realizar o IDE, o capital externo busca as melhores oportunidades para valorizar sua riqueza. Dados os baixos preços relativos e absolutos das empresas

brasileiras, as fusões e aquisições tornaram-se estratégias interessantes devido às expectativas de valorização patrimonial. Assim, parte do IDE teve como objetivo a especulação e a busca de resultados de curto prazo e não o crescimento do lucro e da produtividade da empresa. Este processo provocou uma desnacionalização da indústria nacional, afetando a estrutura de propriedade e, conseqüentemente, a governança das empresas. Segundo Carneiro (2002), a grande participação das fusões e aquisições no IDE resultou do processo de financeirização da economia brasileira e mundial.

Entre 1994 e 2000 houve um crescimento do IDE, tendo como destino principal a aquisição de capital já instalado, através da compra de empresas privadas e estatais existentes (gráfico 2). A privatização do setor de telecomunicações no biênio 1998-1999, bem como a crise financeira de 1998 e a desvalorização cambial de 1999, que baratearam as empresas brasileiras, foram os principais responsáveis pelos elevados volumes de IDE entre 1998 e 2000. Ressalta-se que grande parte do IDE ocorreu em setores *non-tradables*, como energia, telecomunicações e bancos, gerando problemas futuros potenciais no balanço de pagamentos quando estas empresas enviassem lucros ao exterior. Isto foi evidenciado em 2008 quando, devido à crise, o envio de lucros e dividendos às matrizes no exterior atingiu o valor histórico de US\$26,8 bilhões, segundo o Bacen. As empresas estrangeiras aumentaram o envio de lucros e dividendos com o objetivo de minimizar as perdas de suas matrizes e evitar grande redução em seu valor de mercado.

Gráfico 2
Aplicação do Investimento Direto Externo: 1994-2000



Fonte: Miranda (2003)

Além de apresentar baixos volumes, o empréstimo total líquido diminuiu ao longo do período (ver gráfico 1), o que pode ser atribuído à crise da dívida dos anos de 1980 e ao aumento dos recursos destinados ao mercado de capitais. Entre 1998 e 2008 o empréstimo total líquido foi negativo, o que pode ser explicado pelo envio de recursos líquidos ao exterior por parte do setor bancário para se proteger das perdas causadas pela desvalorização cambial e minimizar as perdas obtidas nos mercados internacionais.

Os trabalhos empíricos de Jayme Jr. (2003) e Pacheco-López e Thirlwall (2006) mostraram que a taxa de crescimento da elasticidade-renda das importações foi maior que das exportações, resultando na deterioração da balança comercial e no aumento do passivo externo. Assim, a liberalização financeira levou à piora das contas externas e restringiu o crescimento pelo lado do balanço de pagamentos⁴⁷, falhando em conduzir a economia a elevadas taxas de crescimento, como pretendido.

⁴⁷ O déficit em transações correntes pode ser financiado de três maneiras: 1) aumento da entrada de capital via conta capital e financeira, 2) desvalorização da taxa de câmbio, e 3) redução da taxa de crescimento econômico. Porém, no longo prazo é impossível financiar este déficit via conta capital indefinidamente (devido ao aumento do risco de *default*) e a desvalorização cambial possui apenas efeito de curto prazo. Assim, para que ocorra o ajustamento externo é necessário que o crescimento seja restringido (Pacheco-López e Thirlwall, 2006).

Tabela 6

Formação Bruta de Capital Fixo em Porcentagem do PIB a Preços Correntes e sua Taxa de Variação Real: 1994-2000

<i>Ano</i>	<i>FBCF/PIB (em %)</i>	<i>Variação real da FBCF (em %)</i>
1994	20,70	14,25
1995	18,32	7,29
1996	16,87	1,20
1997	17,37	8,73
1998	16,87	-0,33
1999	15,66	-8,20
2000	16,80	5,03
2001	17,00	0,44
2002	16,40	-5,23
2003	15,30	-4,59
2004	16,10	9,12
2005	15,90	3,63
2006	16,40	9,77
2007	17,40	13,85
2008	19,10	-13,57

Fonte: Relatório Anual do BACEN, vários anos.

O capital estrangeiro de curto prazo destina-se à aplicação na bolsa de valores e em títulos da dívida pública. Quando ocorre uma reversão das expectativas dos agentes, o governo eleva a taxa de juros para evitar a saída destes recursos. Como demonstrado por Oreiro (2007), isto afeta a alocação de portfólio dos agentes, que aumentam a demanda por títulos públicos e reduzem a posse de títulos privados em suas carteiras, com impactos negativos sobre o valor destes. Em períodos de crise, o capital tende a sair da bolsa de valores, o que resulta na queda do valor de mercado das empresas e no índice da bolsa.

Corroborando este raciocínio, a política monetária restritiva que elevou a taxa real de juros entre 1994 e 2008 modificou o processo de acumulação financeira dos agentes, que aumentaram a posse de derivativos e títulos de renda fixa, principalmente papéis da dívida pública, e afetou a formação bruta de capital fixo e o crescimento econômico. Entre 1990 e 2008 a formação bruta de capital fixo foi, em média, igual a

20,02% do PIB e o crescimento econômico médio foi de 2,6% ao ano, taxa muito inferior às décadas de 1960 e 1970. A tabela 06 mostra uma queda na participação da FBCF no PIB a partir de 1994, com pequenas variações positivas e negativas até 2007, recuperando-se em 2008 em função da queda do PIB neste ano devido à crise financeira internacional. Segundo Bruno *et al* (2011), houve uma recuperação da FCBF a partir de 2004 devido ao segundo ciclo de capital externo, voltando a cair significativamente em 2008 com a crise externa. Portanto, neste período o crescimento da economia foi do tipo *finance-led*. Ressalta-se que o valor real aplicado em FBCF caiu nos períodos de crise, como em 1998 (-0,33%) e 1999 (-8,20%) com a crise brasileira, 2002 (-5,23%) e 2003 (-4,59%) com a crise energética e o efeito Lula, e em 2008 (-13,57%).

Enquanto nas décadas de 1960 a 1970 o fluxo externo era principalmente de empréstimos bancários para financiar o processo de industrialização do país, nos anos de 1990 e 2000, este capital foi conduzido pela lógica da valorização patrimonial, sendo concentrado em grandes fundos de investimento e investidores institucionais. Como discutido no primeiro capítulo, este tipo de capital busca sua valorização cada vez mais na esfera financeira, é impaciente e busca resultados de curto prazo, o que eleva sua volatilidade. Seu objetivo não é financiar estritamente o investimento produtivo, e sim aproveitar as oportunidades de ganho que o mercado oferece.

2.3.2 – Mercado de Capitais

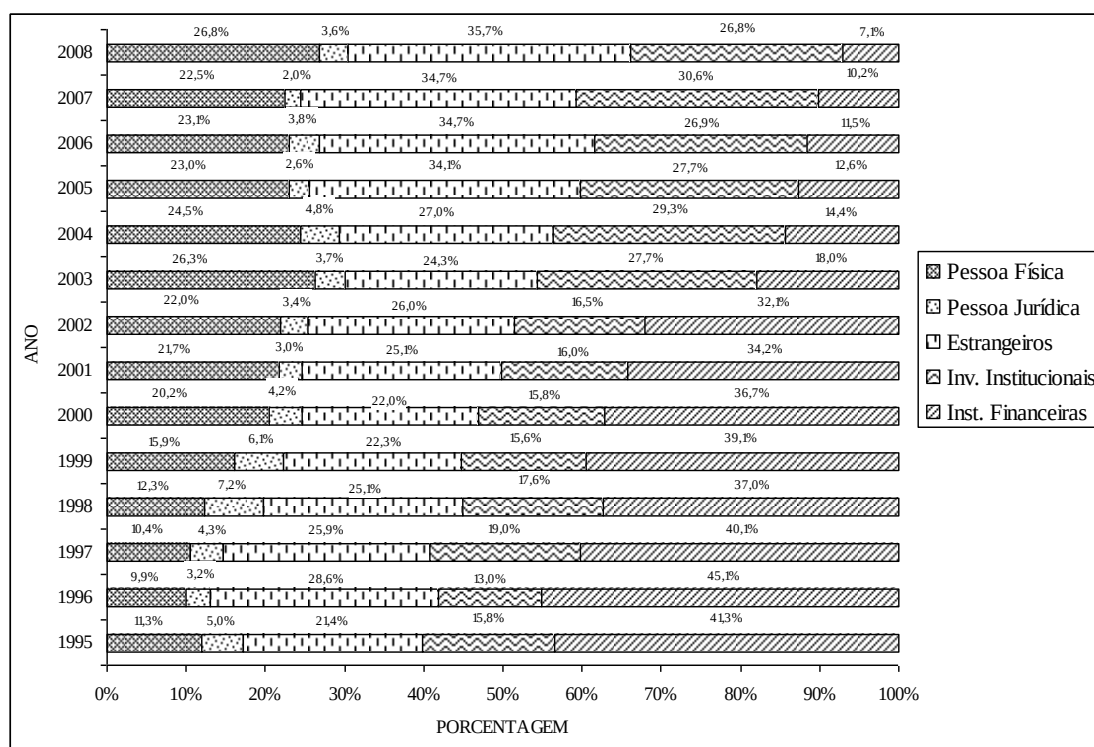
Os investidores argumentam que os ganhos de eficiência tendem a ser mais significativos em países em que a proteção aos direitos de propriedade dos acionistas é maior e o *enforcement* para o cumprimento da lei é melhor. Assim, além das reformas macroeconômicas, para que a liberalização financeira promovesse a efetiva entrada de capital externo seriam necessárias reformas microeconômicas, tais como: abertura e desregulamentação do mercado de capitais nacional, privatização das empresas estatais e implementação de uma estrutura de governança focada na maximização da riqueza dos acionistas.

O processo de liberalização financeira e a abertura do mercado de capitais às empresas estrangeiras modificou o perfil dos investidores. Observou-se um aumento da participação dos investidores institucionais, das pessoas físicas e dos estrangeiros, que passou de 15,8%, 11,3% e 21,4% em 1995, para 26,8%, 27% e 35,7% em 2008,

respectivamente (gráfico 3). Por outro lado, houve uma redução da participação das instituições financeiras e das pessoas jurídicas, que passou de 41,3% e 5% em 1995, para 7,1% e 3,6% em 2008, respectivamente. A permissão para que fundos de pensão estrangeiros transacionassem no mercado secundário e o aumento e desenvolvimento dos fundos de pensão privados nacionais foram os responsáveis pelo aumento da participação dos investidores institucionais no mercado de capitais brasileiro.

O significativo aumento da participação dos investidores estrangeiros na bolsa de valores nacional resultou da combinação de alguns fatores: ampliação do processo de privatização; expectativas de ganhos de capital devido ao preço baixo das ações das empresas brasileiras, em termos absolutos e relativos; intensificação do processo de abertura financeira a partir de 2003; redução das oportunidades de investimento nos principais países desenvolvidos; aumento da liquidez no mercado financeiro internacional; redução do risco país por parte das empresas de *rating*; e boas expectativas em relação à economia brasileira.

Gráfico 3
Perfil dos Investidores: 1995-2008



Fonte: BMFBovespa

A liberalização, a desregulamentação financeira e as privatizações permitiram a expansão dos negócios na bolsa de valores, refletindo-se no aumento de seu índice e do valor de mercado das empresas (tabela 7). Entre 1991 e 1994 houve uma elevação do índice Bovespa, resultado do crescimento da demanda por ações no mercado de capitais brasileiro, principalmente pelos estrangeiros, do sucesso do Plano Real e da adoção da ancoragem cambial, que reduziu o risco de desvalorização da moeda. Em 1995, a desvalorização deste índice foi causada pela crise mexicana, que provocou grande saída de capital da bolsa e reduziu o valor de mercado das empresas. Em 1996 e 1997 observou-se o retorno dos investidores internacionais, aumentando o índice Bovespa e o valor de mercado das empresas. Em 1998 este índice caiu novamente em decorrência da crise financeira do balanço de pagamentos, que levou os investidores, principalmente estrangeiros, a sair da bolsa, temendo uma desvalorização cambial, o que reduziu o valor de mercado das empresas em 37 %. Neste ano, o aumento recorde da taxa de juros, para reduzir a fuga de capital externo, afetou a alocação de portfólio dos agentes, os quais deslocaram sua riqueza para títulos públicos, prejudicando a performance da bolsa de valores.

Tabela 7
Número de Empresas Negociadas, Índice Bovespa e Valor de Mercado das Empresas
Negociadas na Bovespa em Milhões de Dólares: 1990-2008

Ano	Número de Empresas	Índice Bovespa	Valor de Mercado das Empresas: US\$ milhões
1990	579	25	11.201
1991	570	608	32.152
1992	565	2.781	45.416
1993	551	3.755	96.779
1994	549	4.354	189.303
1995	544	4.299	147.636
1996	551	7.039	216.906
1997	545	10.196	255.478
1998	535	6.784	160.886
1999	487	17.091	227.962
2000	467	15.259	226.152
2001	441	13.577	186.238
2002	412	11.268	121.641
2003	391	22.236	226.358
2004	388	26.196	330.347
2005	381	33.455	474.647
2006	350	44.473	710.247
2007	404	63.886	1.369.711
2008	392	37.550	591.966
<i>Ago./2008</i>			<i>1.316.604,50</i>

Fonte: WFE

*Obs.: Valores para final de período para empresa que realizou pelo menos uma transação no ano.

A desvalorização cambial e a perda de valor de mercado tornaram as empresas nacionais atraentes aos investidores estrangeiros, o que levou a um aumento deste índice em 1999. A crise interna e o aumento da incerteza no mercado internacional diminuíram este índice em 2001 e 2002. De 2003 a 2007 as novas reformas liberalizantes, o excesso de liquidez externa e a onda de otimismo em relação à economia brasileira promoveram o crescimento do índice Bovespa e do valor de mercado das empresas, atingindo valor histórico em 2007. Neste ano, a capitalização do mercado de capitais em relação ao PIB foi de 104%, enquanto em 1997 foi de apenas 29%. A partir do segundo semestre de 2008, a crise financeira internacional provoca uma fuga de capitais da Bovespa, reduzindo seu índice para um valor próximo ao de 2005 e diminuindo o valor de mercado das empresas em quase 57%.

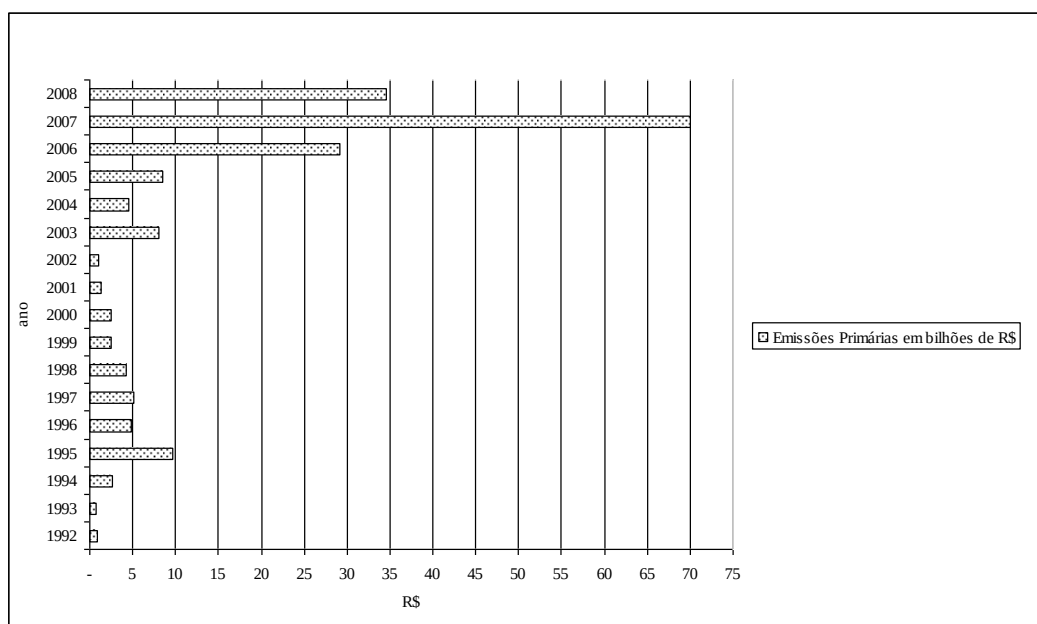
Portanto, o comportamento do índice Bovespa e do valor de mercado das empresas ao longo de quase duas décadas, mostra que a valorização das ações no mercado de capitais brasileiro depende do fluxo de capital externo e da expectativa do

investidor estrangeiro em relação aos fundamentos da economia nacional e internacional. A volatilidade do mercado de capitais nacional decorre da volatilidade do capital externo, principalmente daquele destinado ao investimento em carteiras. Dada a relação direta percebida entre o influxo de capital na bolsa de valores, a valorização das empresas no mercado e o aumento da taxa de crescimento econômico, entre 2004 e 2008, pode-se dizer que a economia brasileira apresentou um ciclo do tipo *Finance-Led* neste período, como discutido por Bruno *et ali* (2011).

A abertura financeira e o desenvolvimento do mercado de capitais não resultaram no aumento do número de empresas no mercado de capitais, ao contrário, ocorreu uma redução ao longo do período de 1990 a 2008. O valor das emissões manteve-se baixo entre 1992 e 2002, exceto em 1995 devido às emissões primárias do Banco do Brasil (gráfico 4). Entre 2001 e 2005, apenas 18 empresas realizaram emissões primárias. Entre 2006 e 2008 houve um aumento do volume de emissões, mas o número de empresas que abriram capital neste período é pequeno, sendo 6 empresas em 2006, 22 em 2007 e 10 em 2008, segundo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A redução do número de empresas e o aumento do valor das emissões primárias mostram que ocorreu um aumento da concentração dos recursos em certo número de empresas de capital aberto, o que é corroborado pelos dados da World Federation of Exchange (WFE), que mostram que 75% das transações da Bovespa concentram-se em apenas 15% das empresas. Ademais, segundo a WFE houve um aumento da taxa de *turnover* no período, passando de 37,5% em 1995 para 57% em 2007 e 66,7% em 2008.

Gráfico 4

Volume em Bilhões de Reais de Emissões Primárias de Ações: 1992-2008



Fonte: CVM

Os dados discutidos acima indicam a perda de importância do mercado de capitais brasileiro no financiamento de novos investimentos produtivos e o aumento de seu papel nas atividades especulativas, principalmente por parte dos investidores externos e institucionais. Como apontado por Prates (1997), o desenvolvimento do mercado secundário de ações foi insuficiente para promover um aumento sustentado do valor de mercado das empresas, inibindo novas aberturas de capital. O elevado custo de manutenção do registro, a predominância de empresas familiares e a volatilidade do mercado, devido à grande dependência em relação ao capital externo de curto prazo, são fatores importantes que limitam a entrada de novas empresas no mercado de capitais brasileiro.

A alegação de que os mecanismos de governança nos países em desenvolvimento são fracos, fundamentou a crença na necessidade de se adotar um modelo de governança que protegesse os direitos de propriedade. A governança voltada para a maximização da riqueza do acionista e o aumento da liquidez dos títulos, permitiria o monitoramento do mercado de capitais sobre as empresas e o alinhamento entre os interesses dos gestores e dos acionistas. Os processos de privatização e de fusões e aquisições, modificaram a propriedade das empresas brasileiras, agora de propriedade do capital privado nacional e estrangeiro. Esta mudança, aliada à entrada de capital externo no mercado de capitais brasileiro, fomentou uma convergência à

maximização da riqueza do acionista como o modelo de governança corporativa mais eficiente.

Da discussão dos tópicos anteriores, pode-se inferir que a subordinação das atividades produtivas ao capital financeiro no processo de acumulação da economia brasileira se iniciou na década de 1980 - com o comportamento rentista-patrimonialista das empresas para se proteger da incerteza da economia - e se ampliou nos anos de 1990 e 2000, com as reformas macro e microinstitucionais, que resultaram na liberalização financeira e na volta do país ao fluxo de capital externo. Isto modificou o perfil dos investidores do mercado de capitais, aumentando a participação dos investidores estrangeiros e institucionais, o que influenciou a gestão das empresas de capital aberto para a busca de resultados de curto prazo, ampliando a subordinação das atividades produtivas à lógica financeira.

2.4 – O Processo de Financeirização e seus Impactos sobre as Empresas de Capital Aberto

O processo de financeirização tem afetado a gestão das empresas pelo mundo, como se pode observar nos trabalhos apresentados por Plihon (1999), Serfati (1998), Boyer (2000), Stockhammer (2004) entre outros. A governança corporativa nos moldes anglo-saxões impõe uma nova lógica de acumulação e gestão às empresas não-financeiras, de forma que as mesmas têm que atender aos critérios impostos pelos mercados, principalmente o de capitais, como discutido no primeiro capítulo. Esta nova lógica de acumulação tem efeitos micro e macroeconômicos.

A economia brasileira não ficou de fora deste processo. Nos anos de 1980, a restrição externa e os processos de ajustamento elevaram a incerteza da economia, o que conduziu ao comportamento patrimonialista. Nos anos de 1990, a liberalização financeira e comercial e o aumento do fluxo financeiro aumentaram a incerteza e a fragilidade da economia. O retorno do país ao fluxo de capital internacional voluntário modificou o perfil do investidor no mercado de capitais, a estrutura de propriedade e a forma de governança, agora direcionada à maximização da riqueza do acionista. Estas mudanças impuseram uma lógica financeira à gestão das empresas e a busca por resultados de curto prazo.

Este tópico tem como objetivo estudar os impactos da financeirização sobre as empresas não-financeiras de capital aberto que transacionam suas ações na Bovespa. Os dados foram obtidos nos relatórios contábeis e financeiros disponíveis no Economática para o período de 1995-2008. Utilizou-se apenas os relatórios contábeis consolidados, eliminando as empresas controladas para evitar o problema da dupla contagem. Foram selecionadas as empresas de capital aberto que aparecem em todos os anos e que têm todas as informações disponíveis, totalizando uma amostra de 81 empresas. Os dados referem-se ao valor do final do período, ou seja, 31 de dezembro de cada ano a preços constantes.

2.4.1 – Regime de Fundos Próprios e o Padrão de Financiamento das Empresas Não-Financeiras Brasileiras

Uma das principais características do processo de financeirização das empresas não-financeiras, apontada por Plihon (1999) e Serfati (1998), é a economia dos fundos próprios para financiar o investimento destas empresas. Vários trabalhos foram desenvolvidos para determinar o padrão de financiamento das empresas não-financeiras brasileiras. O quadro 1 apresenta os trabalhos que adotaram a metodologia desenvolvida por Singh e Hamid (1992), exposta abaixo, e que também foi usada nesta tese.

Para analisar a evolução no padrão de financiamento, foi observado o comportamento da participação de cada fonte de recursos no capital de longo prazo. A proporção de recursos de longo prazo financiada via lucros retidos, emissão de dívidas e emissão de ações, é dada pelas equações 1, 2 e 3, respectivamente.

$$\text{Financiamento Interno} = \frac{\sum (\text{lucro líquido} - \text{dividendos})}{\sum \Delta(\text{ativo total} - \text{passivo circulante})} \quad (1)$$

$$\text{Via Emissão de Dívidas} = \frac{\sum \Delta(\text{exigível a longo prazo})}{\sum \Delta(\text{ativo total} - \text{passivo circulante})} \quad (2)$$

$$\text{Emissão de Ações} = 1 - (\text{Financiamento Interno} + \text{Financiamento via Endividamento}) \quad (3)$$

Zonenschein (1998) observou que a maior parte das empresas (48%) usou a emissão de ações como principal fonte de financiamento, resultado oposto ao de Moreira e Puga (2001) e Filleti (2010) que concluíram que a maior parte das empresas

(55% e 47,8% das amostras, respectivamente) usou os recursos internos como principal fonte de financiamento do crescimento de longo prazo, mesmo havendo o aumento do uso de dívidas ao longo do tempo.

Os resultados obtidos por Filleti (2010) são diferentes daqueles encontrados por Singh (1995) e Zonenschein (1998). Estas diferenças se devem ao período de análise e à amostra, uma vez que as empresas que abrem o capital no período não são consideradas, pois a amostra só contém empresas que aparecem em todos os anos. O período analisado por Zonenschein (1998) é marcado pelo retorno do país ao fluxo de capital externo, pelo aumento da liquidez no mercado de capitais e elevada taxa real de juros, onerando o uso de dívidas. As empresas reduziram o endividamento no período para manter sua estrutura patrimonial inalterada.

Quadro 01

Trabalhos sobre o padrão de financiamento das empresas não financeiras brasileiras

	Autores		
	Zonenschein (1998)	Moreira e Puga (2001)	Filleti (2010)
<i>Amostra</i>	97 empresas de capital aberto	4312 empresas de capital aberto e fechado	73 empresas de capital aberto
<i>Período de análise</i>	1989 a 1996	1995 a 1997	2003 a 2008
Principal fonte de financiamento observada:			
<i>-Recursos internos</i>	25% da amostra	55% da amostra	47,8% da amostra
<i>-Dívidas</i>	27% da amostra	25% da amostra	43,8% da amostra
<i>-Emissão de ações</i>	48% da amostra	20% da amostra	8,5% da amostra

Fonte: elaboração própria.

Nossa contribuição foi utilizar a metodologia desenvolvida por Singh e Hamid (1992) para estudar o padrão de financiamento das empresas brasileiras de capital aberto no período de 1995 a 2008, série mais longa que a estudada pelos trabalhos citados, e relacionar este padrão de financiamento ao processo de financeirização. Para garantir a consistência dos resultados, foram eliminadas as empresas que apresentaram indicadores de autofinanciamento e de endividamento inferiores a -100% e superiores a +200%, indicador de emissão de ações superior a +100% e inferior a -100%, as empresas com crescimento anual das receitas e dos ativos acima de 100%, e aquelas que apresentaram relações entre dívida e ativo total e entre dívida total e patrimônio acima

de 1000%. O uso destes critérios resultou em uma amostra de 50 empresas de capital aberto.

Nossos resultados diferem daqueles encontrados por Zoneschein (1998) e se aproximam dos obtidos por Moreira e Pulga (2001). A maior parte das empresas estudadas (44,2%) utilizaram os recursos internos como principal fonte de financiamento entre 1995 e 2008, seguidas das empresas que usaram o endividamento (38%), e apenas 17,8% das empresas usaram a emissão de ações como principal fonte de recursos (tabela 08).

Dividindo a análise em dois períodos distintos da série, 1995-2000 e 2001-2008, o padrão de financiamento encontrado se aproxima dos resultados de Filleti (2010). Entre 1995 e 2000, os recursos próprios internos foram a principal fonte de financiamento de 37% das empresas, enquanto a emissão de ações respondeu pela maior parte dos recursos de 34,8%, e as dívidas foram usadas por 28% da amostra. Neste período, as elevadas taxas de juros aumentaram o custo da dívida e a volatilidade da taxa de câmbio aumentou o risco de recorrer ao mercado externo, o que levou as empresas a usar mais o lucro retido para financiar seu crescimento de longo prazo e menos o endividamento. As emissões também foram importantes neste período, que de acordo com Singh (1995), foi caracterizado pelas privatizações, o retorno do país ao fluxo de capital externo voluntário e o crescimento do mercado de capitais nas economias em desenvolvimento, fatores que contribuíram para a boa performance do mercado de capitais.

Tabela 8

Padrão de Financiamento das Empresas Seleccionadas

<i>Período</i>	<i>Recursos Internos</i>	<i>Endividamento</i>	<i>Emissão de Ações</i>	<i>Total de Empresas*</i>	<i>Taxa de Retenção</i>
1995-2008	44,2%	38%	17,8%	50	69,81%
1995-2000	36,95%	28,26%	34,78%	46	
2001-2008	46,67%	40%	13,13%	45	

Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados disponível no Economática.

* O total de empresas varia entre estes três períodos devido aos critérios adotados para manter a consistência dos resultados.

Entre 2001 e 2008, os recursos internos e o endividamento são as principais fontes de recursos para a maior parte das empresas, havendo um crescimento significativo no número de empresas que usam estas fontes como principal origem dos

recursos (46,75% e 40% das empresas, respectivamente) e uma grande redução no número de empresas que recorreram à emissão de ações em seu financiamento, em relação ao subperíodo anterior. O aumento do endividamento pode ser explicado pela saída líquida do capital externo aplicado em carteira e a redução do IDE ocorridos entre 2001 e 2003, o que reduziu o valor de mercado das empresas e o índice Bovespa, levando as empresas a recorrer ao capital de terceiros e aos recursos internos para financiar seu crescimento. A partir de 2004, ocorreu um segundo ciclo de entrada de capital externo, com destino principal ao mercado secundário, o que elevou o valor de mercado das empresas e o índice Bovespa. Esta valorização reduziu a percepção do risco e a preferência pela liquidez dos agentes, o que ampliou a capacidade de endividamento das empresas. Este cenário de euforia também levou ao crescimento das vendas e do *markup*, o que permitiu o aumento do financiamento dos investimentos produtivos com recursos internos. É importante lembrar que, em 2007, houve uma grande oferta de ações primárias e novas empresas entraram no mercado de capitais, mas este impacto não foi captado através desta metodologia, o que pode subestimar o papel do mercado de capitais no financiamento do crescimento de longo prazo das empresas não-financeiras brasileiras neste período.

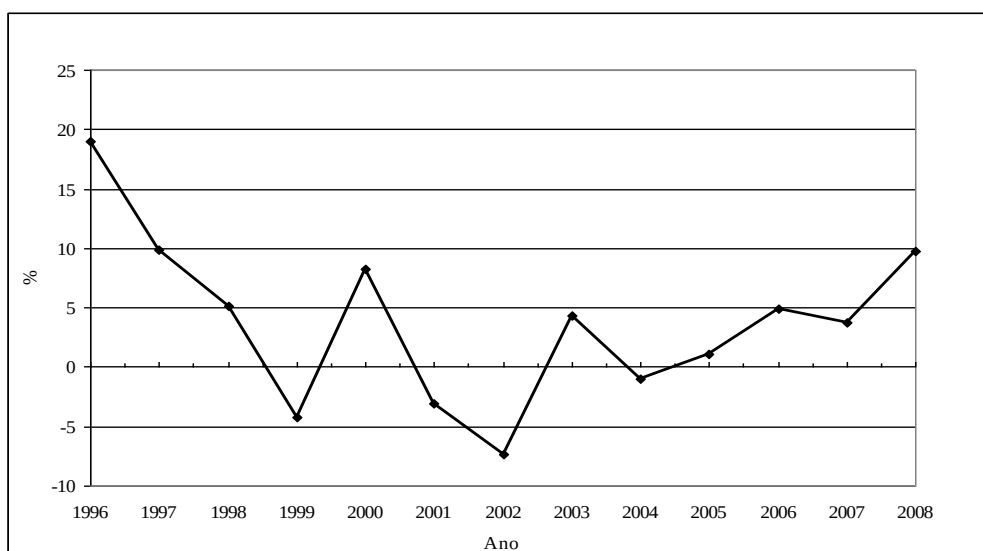
A taxa média de retenção encontrada para o período de 1995 a 2008 foi de 70%, menor que a obtida por Singh (1995) que foi de 94% no período de 1985 a 1991. Esta redução foi causada principalmente pelo aumento da distribuição de dividendos e dos juros pagos sobre o capital próprio (adotado no Brasil a partir de 1996), o que elevou as despesas financeiras. Assim, a pressão exercida pelos investidores por maiores distribuições de dividendos, a qual encontra justificativa na governança corporativa, tem impactos negativos na taxa de retenção. Dado que a principal fonte de financiamento das empresas não-financeiras da amostra são os recursos próprios internos, esta redução tem impactos sobre a formação do imobilizado líquido.

Este argumento é reforçado pelos efeitos do cenário macroeconômico sobre o comportamento das empresas. O aumento dos juros e a desvalorização cambial resultantes da restrição externa causada pelas crises financeiras, interna e externa, no período 1997-1999, prejudicaram o crescimento econômico e aumentaram a incerteza em relação à capacidade do governo de arcar com o aumento dos custos de sua dívida e do passivo externo. Neste cenário de incerteza e de redução da liquidez, houve uma queda no valor de mercado das empresas, o que as levou a aumentar a distribuição de dividendos e os juros pagos ao capital próprio para preservar a riqueza do acionista.

Este comportamento, convergente aos princípios maximização da riqueza do acionista, diminuiu os recursos disponíveis para investimentos de longo prazo, afetando os gastos com o imobilizado. A taxa real de variação do imobilizado líquido foi decrescente entre 1997 e 1999 (gráfico 5). Em 2000 houve uma recuperação da taxa de crescimento do imobilizado, que voltou a cair em 2001 e 2002. Esta nova queda foi decorrente da crise energética e do aumento da incerteza no mercado mundial após os atentados de 11 de setembro, que reduziram o valor das empresas no mercado de capitais, levando as empresas a aumentar a distribuição de juros e dividendos para proteger o acionista.

Gráfico 5

Taxa de Variação Real do Imobilizado Líquido: 1996-2008



Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do Economática

A partir de 2004 ocorreu o segundo ciclo de entrada de capital externo no país, resultando no aumento da liquidez e do valor das empresas no mercado de capitais. Neste ambiente de euforia houve um crescimento das vendas (possibilitando o aumento do *mark-up*⁴⁸), e uma redução da percepção do risco das empresas e de sua preferência pela liquidez, o que aumentou seu endividamento. Estes fatores permitiram que as empresas aumentassem a distribuição de dividendos e juros sobre o capital próprio e também dos gastos com o imobilizado sem, entretanto, que sua taxa real de variação

⁴⁸ O *markup* é calculado da seguinte maneira:

$$markup = \frac{RL - CMV}{CMV}$$

Onde: RL= receita líquida

CMV= custo da mercadoria vendida

voltasse aos níveis observados em 1996. Este período (2004 a 2008) foi marcado por um crescimento *finance-led*, como também foi observado Bruno *et al* (2011).

Tabela 9

Taxa de Crescimento Real das Vendas das Empresas Não-Financeiras: 1996-2008

Período	1995-1998	1999-2001	2002-2004	2005-2008
Taxa de crescimento	4,48%	7,25%	7,25%	4,35%

Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do Economática

Como na década de 1980, em períodos de incerteza e de desaceleração da economia, as empresas elevam o *markup*, com a finalidade de proteger a rentabilidade do capital e, conseqüentemente, a estrutura patrimonial dos investidores. Entre os anos de 1998-2000, o *mark-up*, ficou em torno de 44% em relação ao custo de produção, no período de 2001-2003, aumentou para 48% e, a partir de 2004 ficou em torno de 46% (tabela 10). A combinação entre a manutenção do *mark-up*, crescimento das vendas (tabela 9), reduções no ritmo dos gastos com o imobilizado e a política de distribuição de dividendos resultaram no aumento da rentabilidade do capital destas empresas ao longo do período.

Tabela 10

Evolução Média do *Markup* das Empresas Não-Financeiras: 1995-2008

Período	1995-1997	1998-2000	2001-2003	2004-2006	2007-2008
<i>Markup</i>	36%	44%	48%	47%	46%

Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do Economática

Estes efeitos sobre o imobilizado também foram observados pela redução de sua participação no ativo total ao longo de todo o período, passando de 46% nos anos 1995-1997 para 32% em 2007-2008 (tabela 11). Em contraposição, as empresas se tornaram mais líquidas, havendo um aumento da razão ativo circulante/ativo total, que passou de 35,3% em 1995-1997, para 46,8% em 2007-2008.

A tabela 9 também mostra que houve um aumento das aplicações financeiras de curto prazo em relação ao ativo circulante, principalmente nos períodos de maior

incerteza, como em 1998-2000 e 2001-2003. O objetivo foi manter uma rentabilidade crescente para o capital nestes momentos de incerteza, refletida pelo aumento do ROE, ROA e EBITDA (Tabela12). O aumento destas aplicações financeiras reduziu os recursos disponíveis para gastos com o imobilizado, mostrando a busca destas empresas por retornos de curto prazo, o que é uma das principais características do processo de financeirização.

Tabela 11

Razão entre Imobilizado, o Investimento e o Ativo Circulante sobre o Ativo Total e Aplicações Financeiras de Curto Prazo sobre Ativo Circulante para as Empresas Não-Financeiras: 1995-2008

Período	1995-1997	1998-2000	2001-2003	2004-2006	2007-2008
IMOB./AT	45,8	42,0	37,0	33,7	32,1
INV./AT	9,1	8,8	7,0	6,9	3,2
AC/AT	35,3	38,9	40,7	44,0	46,8
APL. CP/AC	0,50	3,7	3,6	2,1	1,0

Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do Economática

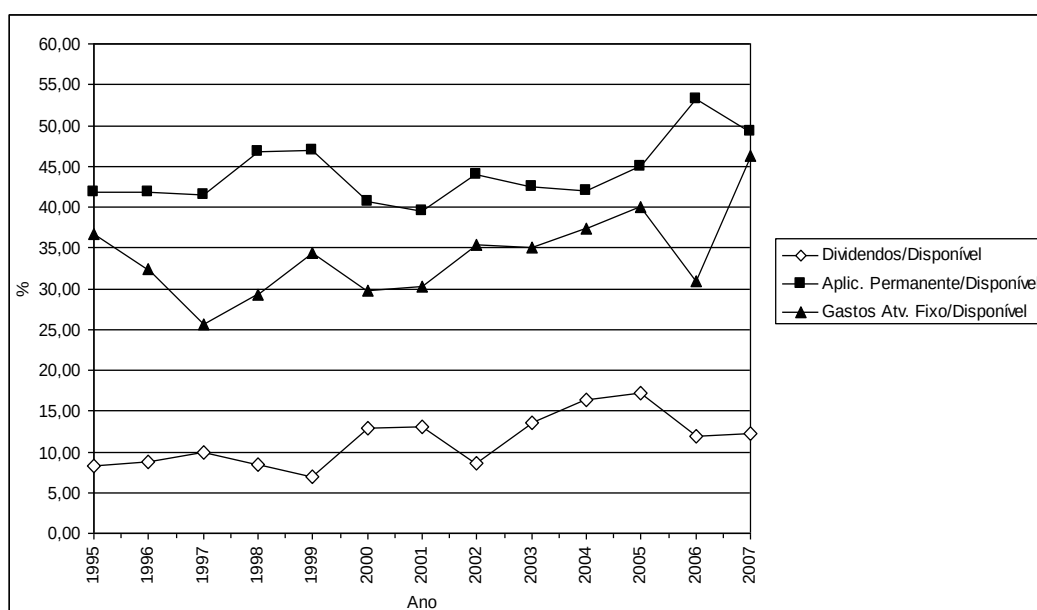
Observou-se um *trade-off* entre os gastos com ativo fixo – imobilizado – e a distribuição de dividendos e também entre a compra de ativo fixo e investimentos – compra de ações de controladas, coligadas e outras ações. Isto mostra uma preocupação por parte das empresas em atender os interesses dos acionistas, pois em períodos de incerteza as empresas reduzem os gastos com imobilizado e aumentam a distribuição de dividendos e os gastos com investimentos com a finalidade de manter inalterada a rentabilidade do capital. Assim, como discutido por Stockhamer (2008), a empresa enfrenta um *trade-off* entre distribuição de dividendos e investimento produtivo, com impactos negativos sobre o crescimento de longo prazo.

Como mostra o Gráfico 6, entre os anos de 1995-1997 os gastos com ativo permanente mantiveram-se constantes, em torno de 42% do disponível, enquanto, os gastos com ativo fixo – imobilizado – reduziram-se, ficando em torno de 25% do disponível no ano de 1997. Esta redução foi consequência da Crise Mexicana de 1996, que aumentou a incerteza na economia e reduziu o fluxo de capital estrangeiro para o país. Em movimento contrário, a participação dos dividendos em relação ao disponível aumentou. Por causa desta crise, houve uma perda no valor de mercado de capitais das empresas, o que afetou a rentabilidade do capital. Para evitar esta perda, as empresas ampliaram a distribuição de dividendos para manter a rentabilidade das suas ações. A

partir de 1997, a aplicação no imobilizado aumentou e o gasto com dividendos diminuiu. Mas novamente 2000 e 2001, devido ao aumento da incerteza na economia nacional e internacional, as empresas reduziram os gastos com ativo permanente e imobilizado e aumentaram a distribuição de dividendos. A partir de 2002, a distribuição de dividendos e o gasto com o ativo fixo aumentaram, e o gasto com o permanente diminuiu.

Gráfico 6

Aplicação em Permanente, Ativo Fixo e Distribuição de Dividendos em Razão do Disponível: 1995-2007



Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do Economática

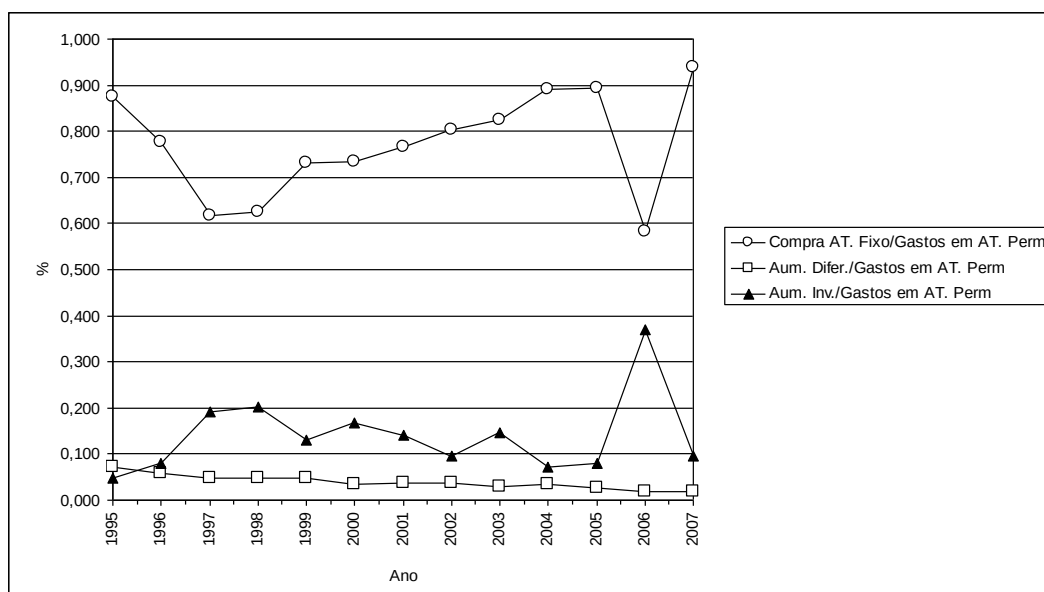
Como apontado anteriormente, há um *trade-off* entre gastos com ativo fixo e a conta investimento. Em períodos de redução dos gastos com ativo fixo, observou-se um aumento dos gastos na conta Investimento. Em momentos de incerteza, as empresas tendem a se tornar mais líquidas e aumentar os gastos com a compra de ações de suas coligadas, controladas e outras empresas, como no período 1996-1998 e 2000-2001. Pois, em períodos de recessão, o valor destas ações está em baixa favorecendo a sua compra devido à expectativa de valorização. A partir de 1999, a principal aplicação dos gastos com ativo permanente foi a compra de ativos fixos, exceto no ano de 2006.

Como discutido por Lazonick e O'Sullivan (2000), as empresas não-financeiras estão mudando a sua gestão de “reter e investir” para *downsizing* e distribuir. Isto pode ser observado para as empresas da nossa amostra, pela redução da taxa de retenção,

como discutido acima, e pela redução da participação dos gastos com coligadas, controladas e outros investimentos. Esta redução pode ser observada pela razão gastos na conta investimento/ativo total, que diminuiu ao longo do tempo, sendo que, em 2008, esta queda foi maior devido à crise financeira internacional, que reduziu o valor de mercado das empresas. Os gastos com a conta investimento também reduziram ao longo do tempo, exceto no ano de 2006 (gráfico 7). Pode-se assim supor que: a) as empresas reduziram a sua posição em empresas não rentáveis, ou seja, que diminuem a rentabilidade do capital, b) empresas que não estão ligadas às atividades fim foram vendidas, c) as empresas ampliaram os gastos com os investimentos em períodos em que a expectativa de valorização era maior, como nos anos de 1996-1998 e 2006, e d) as empresas apresentaram um comportamento rentista.

Gráfico 7

Compra de Ativo Fixo, Aumento do Diferido e dos Investimentos em relação aos Gastos com o Ativo Permanente: 1995-2007



Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do Economática

Em períodos de incerteza e de volatilidade as empresas não-financeiras adotaram uma postura mais defensiva com o aumento do *markup*, redução do investimento e aumento da liquidez. O objetivo era proteger a rentabilidade do capital. Esta estratégia é resultado do processo de financeirização da economia.

2.4.2 – A Gestão Focada no Retorno do Capital

O processo de financeirização defende a maximização da riqueza do acionista como o objetivo do gestor, de forma que este deve elevar a rentabilidade do capital empregado (Patrimônio Líquido e do Ativo). Como se pode observar na tabela 12, o ROE (rentabilidade sobre o PL) e o ROA (rentabilidade sobre o Ativo Total) aumentaram ao longo do período na economia brasileira. Houve uma busca para elevar a rentabilidade do PL e do Ativo Total de forma a atender ao interesse dos investidores internacionais. O ROE que era de 9,29%, entre os anos de 1995-1997, aumentou para 17,07% entre os anos de 2007-2008, enquanto o ROA passou de 1,56% para 6,13% nos mesmos períodos. O aumento da rentabilidade do capital foi causado por uma combinação de vários fatores: 1) política de elevação do *markup*, 2) crescimento mais lento do PL em relação ao lucro líquido, 3) uma política de recompra de ações ao longo do tempo e 4) crescimento mais lento do imobilizado em relação ao lucro líquido.

Esta busca pela rentabilidade do capital também pode ser observada pelo lucro por ação (EBITIDA /ação), que foi crescente durante todo o período. Em 1998-2000 esta razão aumentou devido às crises financeiras que reduziram o valor de mercado das empresas. A partir de 2003, que corresponde ao segundo ciclo do influxo de capital externo, esta razão aumentou devido ao crescimento do EBTIDA e às políticas de recompra das ações, que reduziram o número de ações disponíveis no mercado de capitais.

Tabela 12

Retorno Médio do Capital Próprio e do Ativo das Empresas: 1995-2008

Período	1995-1997	1998-2000	2001-2003	2004-2006	2007-2008
ROE	9,29%	12,07%	13,81%	17,79%	17,07%
ROA	1,56%	4,37%	5,34%	5,89%	6,13%
EBITDA/AÇÃO*	1,63	3,48	2,78	3,30	2,70

Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados disponível no Economática.

*Calculado pelo Economática. Preços constantes de 2008.

Ao longo do período houve também um aumento no q de Tobin destas empresas (gráfico 8), o que mostra que o valor de mercado cresceu mais do que o custo de reposição do ativo, aumentando as oportunidades de novos investimentos produtivos⁴⁹.

⁴⁹ Para calcular o q de Tobin foi adotada a metodologia desenvolvida por Cheung e Pruitt (1994), o qual é obtido através da seguinte equação:

$$q = \frac{VMA + D}{AT}$$

Podemos dividir a análise em dois períodos. No primeiro período, de 1995-2002, o q de Tobin foi menor do que a unidade. Neste caso, a empresa pode maximizar o seu valor econômico, reduzindo o ativo total, ou seja, reduzindo o investimento produtivo. Observou-se neste período uma redução da taxa de variação do crescimento do imobilizado líquido das empresas. No segundo período, de 2003-2008, o q de Tobin foi maior do que a unidade. Neste caso, as empresas podem maximizar o seu valor de mercado aumentando o ativo total, ou seja, aumentando o investimento. Houve um aumento da taxa de variação do imobilizado líquido e dos gastos com o ativo fixo. Este crescimento coincide com o segundo ciclo de influxo de capital externo no mercado de capitais nacional. Este novo ciclo de liquidez afetou a expectativa dos agentes econômicos, que ampliaram o investimento produtivo. Ocorreu um novo ciclo de euforia econômica, que é proporcionado pela boa expectativa em relação à economia brasileira e do aumento da liquidez no mercado internacional. Porém, em 2008, este valor se reduziu, principalmente devido à queda no valor de mercado das empresas no mercado de capitais.

onde:

q = Q de Tobin médio

VMA = valor de mercado da empresa

D = valor contábil da dívida total da empresa (capital de terceiros)

AT = valor contábil do ativo total da empresa

O valor contábil da dívida total da empresa (D) representa as dívidas de curto prazo, deduzidas dos ativos circulantes mais líquidos, somadas aos estoques e às dívidas de longo prazo:

$$D = PC - AC + E + DLP$$

Onde:

PC = valor contábil da dívida de curto prazo (passivo circulante)

AC = valor contábil do ativo circulante

E = valor contábil dos estoques

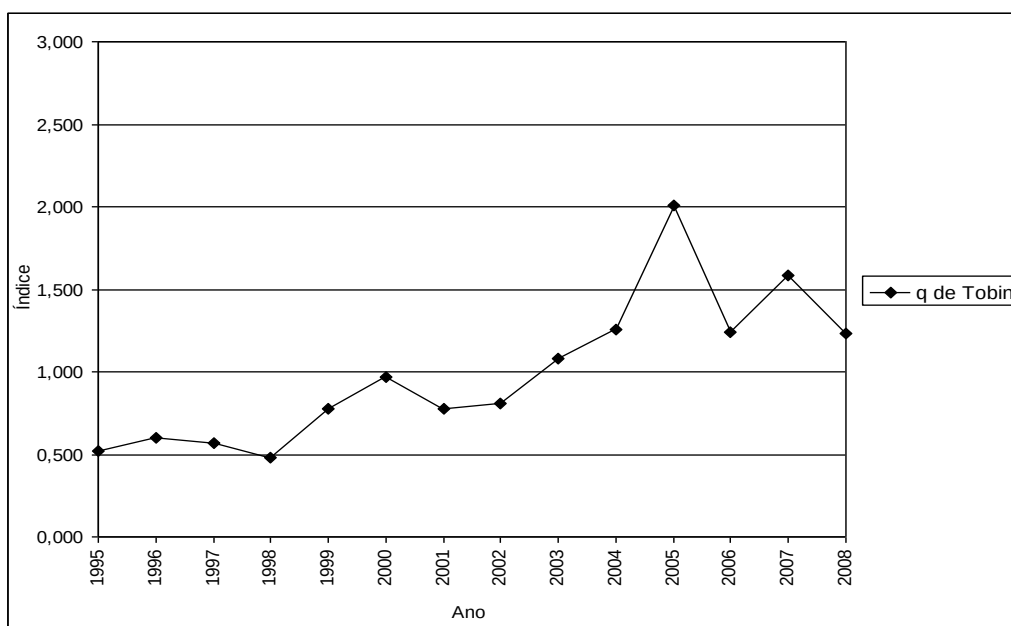
DLP = valor contábil da dívida de longo prazo (igual ao exigível de longo prazo)

Substituindo, tem-se:

$$q = \frac{(\text{valor de mercado das ações} \times n. \text{ de ações}) + PC - AC + E + DLP}{AT}$$

Gráfico 8

Comportamento Médio do q de Tobin das Empresas Não-Financeiras: 1995-2008

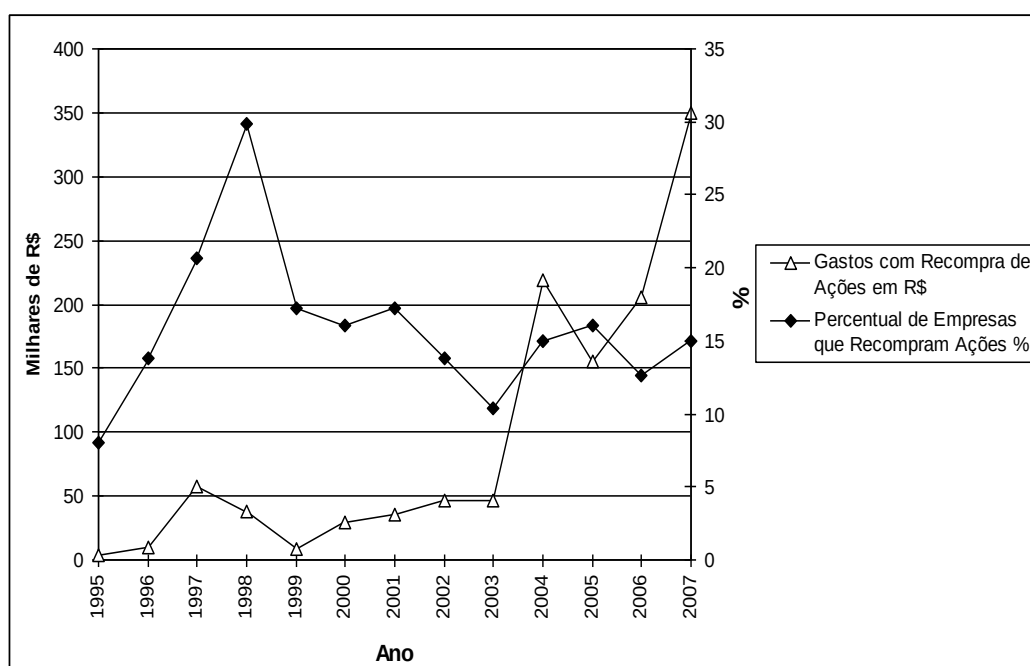


Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do Economática

O número de empresas e os recursos financeiros destinados à prática de recompra de ações aumentaram neste período por parte das empresas não-financeiras. No ano de 1995, apenas 8% das empresas recompravam as suas ações, aumentando para 23% em 1997 e 29% no ano de 1998 (gráfico 9). A partir de 1999, observou-se uma diminuição deste percentual. Mas os recursos para esta recompra foram crescentes, principalmente a partir de 2003. Neste período, os valores de mercado e econômico destas empresas aumentaram significativamente, o que pode estar relacionado a esta prática e ao aumento da liquidez no mercado internacional. A recompra de ações foi financiada, principalmente, pelo aumento do endividamento de longo prazo e por recursos internos. Ressalta-se que isto ocorreu principalmente em períodos de crise econômica e/ou de desvalorização das ações no mercado de capitais nacional. Assim, a combinação entre estas recompras e a política de distribuição de dividendos mostrou uma preocupação por parte destas empresas em proteger seu valor de mercado e a rentabilidade do capital e os rendimentos do acionista. Tais práticas resultaram do processo de financeirização da economia.

Gráfico 9

Gastos com Recompra de Ações Próprias em Milhões de Reais a preços constantes de 2008 e Percentual de Empresas que realizam tal compra a preços constantes: 1995-2007



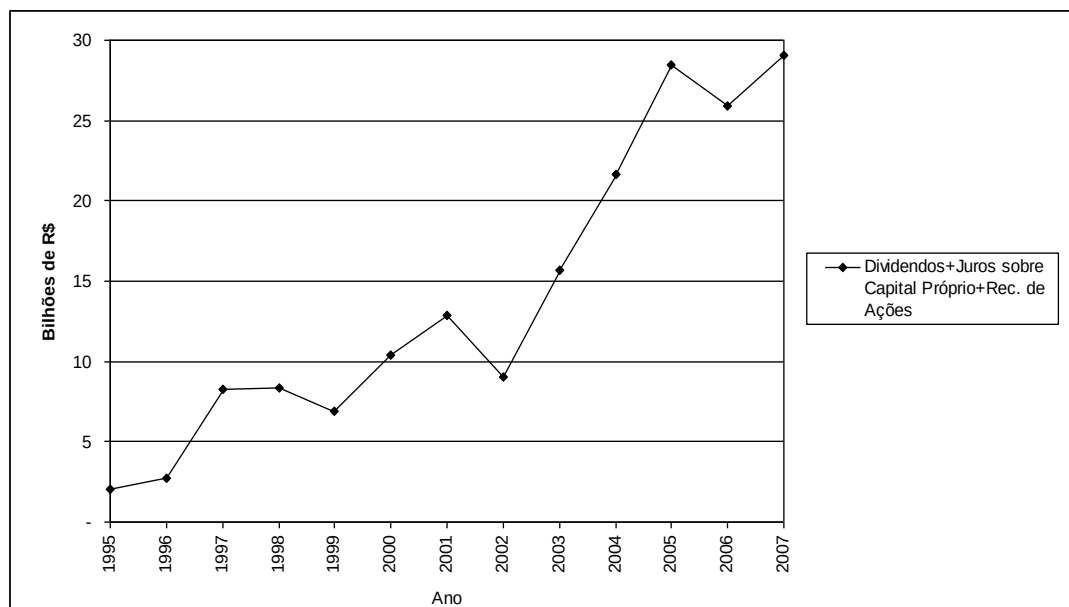
Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do Economática

Assim, com a finalidade de atender aos interesses dos acionistas, as empresas aumentaram a distribuição de dividendos, as despesas com juros sobre o capital próprio e a recompra de ações (gráfico 10). Estes gastos foram crescentes ao longo do período, principalmente entre os anos de 2002 e 2005. Pode-se dividir a análise em dois períodos. No primeiro, entre os anos de 1997-2000, o país passou por uma forte restrição externa e crise financeira, o que resultou na desvalorização do preço das ações, e as empresas aumentaram a distribuição de dividendos, o pagamento de juros sobre o capital próprio e a recompra de ações, no intuito de garantir retorno aos acionistas. Como discutido anteriormente, observou-se neste período um grande número de fusões e aquisições na economia brasileira, principalmente por parte de investidores estrangeiros e empresas multinacionais. Como apontado por Carneiro (2002), o objetivo de parte destes investidores foi o ganho patrimonial, induzindo as empresas a distribuir mais recursos aos acionistas. No segundo período, de 2002 a 2007, houve grande crescimento dessa distribuição, resultado do processo anterior de fusões e aquisições que se traduziu em pressão dos investidores externos. Este período coincidiu com o segundo ciclo de influxo de capital na bolsa de valores nacional e a valorização das ações destas empresas no mercado de capitais. É importante ressaltar que este

crescimento na distribuição da riqueza reduziu a taxa de retenção, afetando negativamente a formação líquida de capital fixo – imobilizado – destas empresas.

Gráfico 10

Dividendos Distribuidos, Despesas de Juros sobre o Capital Próprio e Recompra de Ações em Bilhões de Reais a preços constantes: 1995-2007



Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do Economática

As taxas de retorno do ativo e do PL se aproximaram do observado na economia internacional, como pode ser visto nos trabalhos de Claessens, Djankov e Lang (1998) e Aivazian *et. al* (1999). O aumento das taxas de retorno, conjugado com a política de financiamento através dos fundos próprios, favoreceu o detentor do capital e os credores, com impactos sobre o investimento e o crescimento de longo prazo, como discutido por Plihon (1999). Assim, a financeirização impôs uma nova forma de gestão às empresas não-financeiras, agora focadas na busca de retornos de curto prazo em detrimento de investimentos de longo prazo. Este processo aumentou a fragilidade das empresas, no sentido minskyano, embora esta fragilidade não se reflita nos indicadores de endividamento (ver tabela 13), que se mantiveram constantes ao longo do período de expansão.

2.4.3 – Estrutura de Capital e Aumento da Fragilidade das Empresas Não-Financeiras

A razão dívida total/ativo total ficou em torno de 35%, em média, durante todo o período. Nos anos de 1995-1997 esta razão era de 36%, caindo para 32% no período

1998-2000, devido ao aumento da incerteza, que levou as empresas a reduzir o endividamento diminuir sua exposição ao risco (tabela 13). No período 2001-2003 esta razão aumentou, atingindo o maior valor do período (39,6%), por causa dos seguintes fatores: a) crescimento do endividamento no período, b) redução na taxa de crescimento do imobilizado líquido entre os anos de 1999-2001, fazendo com que o crescimento do ativo total fosse mais lento, c) a desvalorização das ações contribuiu para reduzir o valor do ativo, e d) a manutenção da taxa real de juros em nível elevado fez o custo da dívida crescer a uma taxa superior à do ativo total. A partir de 2004 esta razão tem uma pequena queda devido à valorização cambial, que reduziu o valor da dívida externa em moeda nacional, ao aumento da taxa de crescimento do imobilizado e à valorização dos preços das ações no mercado de capitais, que elevaram o valor do ativo das empresas.

Tabela 13

Indicadores Médios de Endividamento das Empresas Seleccionadas: 1995-2008

Período	1995-1997	1998-2000	2001-2003	2004-2006	2007-2008
Div. Total*/PL	71,8%	104%	183%	123%	117%
Div. Total/AT	36,0%	32,0%	39,6%	37,2%	34,1%
Div. CP/Div	54,1%	49,6%	48,7%	45,2%	45,4%
PC/AT	33,5%	38,2%	38,4%	33,9%	78,1%
ELP/AT	20,4%	28,8%	40,7%	42,4%	90,8%
PC+ELP/PL	154,6%	129,2%	163,9%	185,3%	215,9%

Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do Economática

Obs: Div. Total= Empréstimo e Financiamentos de CP e LP + Debêntures CP e LP.

Div. CP = dívida de curto prazo; PC= passivo circulante; ELP = exigível a longo prazo

Ressalta-se que o endividamento de curto prazo diminuiu ao longo do tempo. Mesmo o país passando por uma forte restrição externa no período 1998-2002, as empresas conseguiram crédito de longo prazo. No ano de 2008 a relação capital de terceiros sobre o ativo total passou de 100%, tornando o patrimônio líquido negativo. Assim, a desvalorização cambial e aumento no custo da dívida, resultantes da crise financeira de 2008, aumentaram as despesas financeiras e reduziram o valor das ações⁵⁰ e do imobilizado, o que diminuiu o valor do patrimônio líquido e do ativo total, respectivamente.

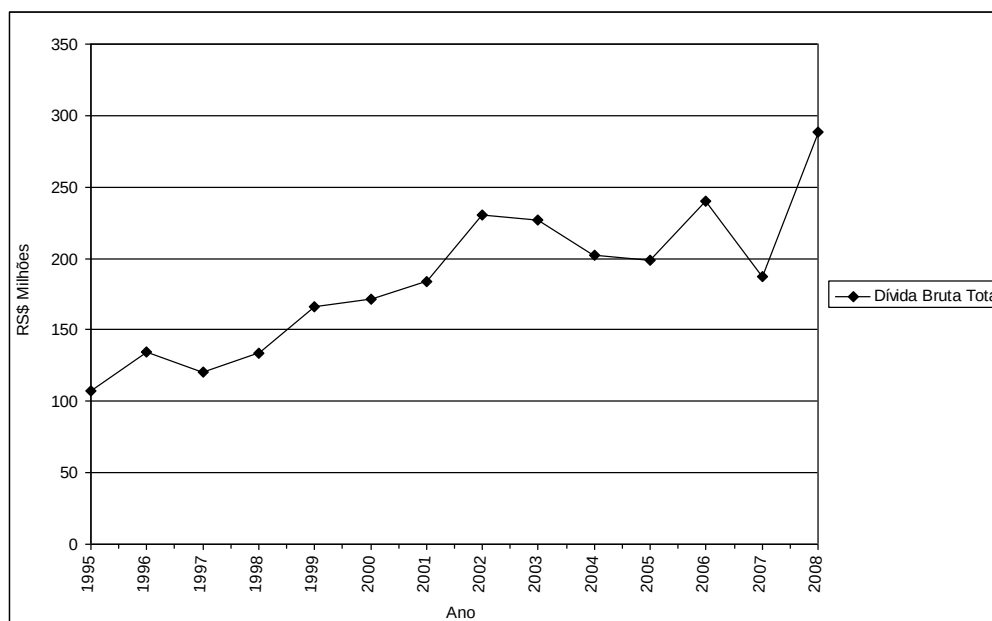
As empresas não-financeiras apresentaram uma grande volatilidade do endividamento em relação ao Ativo Total e ao Patrimônio Líquido, no período

⁵⁰ A queda do valor das ações reduz o valor da conta Investimentos e, assim, do Ativo Total.

estudado. A dívida total sobre o patrimônio líquido foi crescente entre os anos de 1995-2003, devido a alguns fatores: a) as crises financeiras reduziram o valor patrimonial das empresas, principalmente em 1998 e 2003, b) muitas empresas adquiriram dívidas em moeda estrangeira, e as desvalorizações cambiais elevaram o valor destas dívidas, e c) o aumento da taxa de juros fez o custo da dívida crescer a uma taxa superior à do patrimônio líquido. A partir de 2004, esta razão diminuiu, principalmente devido à valorização do patrimônio e do Real, o que reduziu o valor da dívida externa em moeda nacional, sendo que a redução do endividamento foi pequena. Mas, o montante da dívida aumentou durante todo o período, exceto em 2007, pois a restrição externa levou as empresas a recorrer ao capital de terceiros para financiar seu crescimento (Gráfico 11).

Gráfico 11

Comportamento da Dívida Bruta Real Total das Empresas: 1995-2008



Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do Economática

Assim, a combinação entre restrição externa, taxa de juros elevada, aumento do endividamento e crises financeiras, elevou a razão capital de terceiros/capital próprio. Entre os anos de 1995-1997 esta razão era de 154,6% passando para 215,9% no período 2007-2008, crescimento de quase 40% no período (Tabela 13). O aumento do endividamento, conjugado com taxa de juros elevada, fez o resultado financeiro das empresas não-financeiras ser negativo durante quase todo o período. Ou seja, as

empresas pagaram mais juros do que receberam, conseqüentemente, sua estrutura financeira ficou mais frágil.

Parte do fluxo internacional destinou-se a aumentar o endividamento das empresas ao longo do período. Apesar de ter-se observado uma troca de dívida de curto prazo por longo prazo, o endividamento de curto prazo das empresas não-financeiras brasileiras foi superior ao das empresas norte-americanas e de outros países em desenvolvimento, como se pode observar nos trabalhos apresentados por Silva e Valle (2008), Cleassens, Djankov e Lang (1998). Deve-se destacar que o uso de mais dívida foi disfarçado pela valorização do ativo e do patrimônio das empresas e, conseqüentemente, a deterioração da estrutura financeira só foi percebida quando ocorreu a reversão de expectativas no ano de 2008. À medida que as empresas aumentaram o uso de dívida em sua estrutura de capital, estas se tornaram do tipo *Especulativa* e *Ponzi*.

Como mostramos neste capítulo, o processo de ajustamento externo da economia brasileira nos anos 1980, que resultou na deterioração das contas públicas, na aceleração inflacionária e no aumento da dívida interna pública, modificou a estratégia dos agentes econômicos, que aumentaram suas atividades financeiras em detrimento do investimento produtivo. As empresas não financeiras alteraram sua gestão, passando a reduzir seu endividamento e a buscar resultados de curto prazo. Aumentaram a posse de ativos financeiros, elevando seu lucro não operacional e sua taxa de retenção, com impactos significativos sobre o investimento produtivo. O aumento da importância dos resultados não operacionais mostra o início da subordinação das atividades produtivas às financeiras, em que a taxa de retorno do investimento produtivo passa a ser determinada pela taxa de juros dos títulos públicos indexados, reduzindo o investimento e aumentando a incerteza sobre o crescimento econômico. Conclui-se então que o ambiente macroeconômico desse período conduziu ao início do processo de financeirização da economia brasileira, pois afetou o comportamento das empresas, induzindo-as a buscar o lucro não operacional como forma de manter a rentabilidade de seu capital.

As reformas institucionais da década de 1990, lideradas pelo capital financeiro, desenvolveram um ambiente favorável ao aprofundamento do processo de financeirização iniciado na década anterior. A abertura e a desregulamentação financeira e comercial, aliadas à dependência do país em relação ao capital estrangeiro

para financiar o balanço de pagamentos, provocaram o aumento do fluxo de capital externo para aplicações em portfólio. Ocorreu, então, um aumento da participação dos investidores institucionais e estrangeiros no volume transacionado no mercado de capitais brasileiro. A presença destes novos atores no mercado de capitais contribuiu para alterar a gestão das empresas não financeiras, através da pressão por maior rentabilidade dos ativos e por princípios de governança voltados à criação de riqueza ao acionista. Dada a concorrência provocada pela abertura comercial, houve uma queda do *mark-up*, levando as empresas a aumentar a posse de ativos financeiros no intuito de aumentar a rentabilidade do capital. As atividades financeiras já eram importantes para as empresas brasileiras, que passaram a buscar o lucro não operacional no contexto de incerteza dos anos 1980. Esta experiência contribuiu para a intensificação destas atividades na busca pelo aumento da rentabilidade do capital nos anos 1990, fortalecendo o papel das finanças no processo de acumulação dessas empresas.

A análise das empresas não financeiras de capital aberto no período de 1995 a 2008, mostrou que houve um aumento na distribuição de dividendos, no pagamento de juros sobre o capital próprio, na recompra de ações, na alavancagem, na posse de ativos financeiros e na liquidez das empresas. Estes fatores resultaram no aumento do valor econômico da empresa, observado pelo crescimento do q de Tobin, e no aumento da rentabilidade do capital, observado pelo crescimento do ROE, ROA e do EBITDA por ação. Em contrapartida, esta mudança na gestão das empresas, em favor da criação de riqueza para o acionista, provocou uma redução na taxa de retenção e um crescimento mais lento do imobilizado, comprometendo o desempenho de longo prazo das empresas e o crescimento econômico do país.

O aumento do endividamento e o foco em resultados de curto prazo conduziram a uma estrutura patrimonial Especulativa e *Ponzi* para estas empresas, elevando sua fragilidade. A reversão das expectativas em 2008, causada pela crise financeira internacional, provocou um aumento das relações dívida/patrimônio líquido e dívida/ativo total, ressaltando a fragilidade despercebida no período de euforia. A deterioração do cenário internacional levou os investidores a realizar seu ganho de capital, o que provocou uma queda no valor de mercado das empresas, reduzindo o q de Tobin. Ocorreu uma restrição de crédito às empresas, pois os agentes aumentaram sua preferência pela liquidez, dificultando o pagamento do serviço da dívida por estas empresas. Neste quadro, as empresas reduziram o investimento produtivo, venderam

parte de seus ativos financeiros, diminuindo a razão entre o investimento (conta investimento do balanço patrimonial) e o ativo permanente. A saída dos recursos do mercado de capitais, pressionou o mercado cambial e levou o governo a aumentar a taxa de juros, o que não impediu a saída de capital e a desvalorização cambial. O aumento dos juros e a redução do valor de mercado das empresas diminuiu a eficiência marginal do capital, o que provocou uma redução na FBCF e no crescimento econômico. Portanto, o processo de financeirização aumentou a fragilidade das empresas e da economia, no sentido minskyano, elevando a probabilidade de crises financeiras que impactam o setor real da economia por meio da redução do investimento produtivo.

CAPÍTULO 3: GOVERNANÇA DAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO E DO NÍVEL 2 DA BOVESPA: IMPLICAÇÕES DA FINANCEIRIZAÇÃO

3.1 – Introdução

Os teóricos regulacionistas franceses argumentam que a estrutura institucional⁵¹ influencia o modo de regulação e o padrão de acumulação da economia. Dado que existem grandes diferenças entre as estruturas institucionais dos países, existem também vários regimes de acumulação, traduzindo-se em uma variedade de capitalismo. Portanto, mais que mera instância de produção, a firma seria um meio de construção de relações sociais, tais como sistema de controle e hierarquia, gestão das relações salariais, hábitos, rotinas e costumes (Boyer, 2009), contradizendo a visão da firma maximizadora.

Ao determinar sua estratégia, a empresa considera a estrutura institucional vigente na economia, de forma que novas estruturas institucionais afetarão suas escolhas futuras e o regime de acumulação. As empresas diferenciam-se entre os países e ao longo do tempo, devido aos diferentes arranjos institucionais da economia e ao ambiente macro-institucional. Assim, as empresas são caracterizadas por diferenças no padrão de financiamento, na estrutura de propriedade e de controle e na estrutura de capital, com impactos sobre a governança corporativa. Essa interpretação contrasta com a visão convencional de que existiriam “*golden standard institutions*”, como destacado por Chang (2005), para as quais convergiriam as instituições nacionais dos diferentes países. Dentre estas, pode-se destacar a firma de propriedade dispersa e maximizadora de valor para o acionista, cuja governança corporativa seria determinada pelo mercado de capitais. Também como uma das “*golden standard institutions*”, o mercado de capitais é visto como o principal mecanismo de solução de problemas relacionados ao controle e à coordenação e, portanto, capaz de exercer eficientemente pressão disciplinadora sobre as firmas (*market for corporate control*). Supondo a mobilidade de capitais, em um mundo econômica e financeiramente liberalizado, o mercado de capitais se encarregaria de “forçar”, por sua pressão disciplinar, a convergência das firmas nacionais para o *golden standard* – modelo anglo-saxão de propriedade dispersa - considerado o mais eficiente.

A existência de uma gama de regimes de acumulação, ou a diversidade de capitalismo, pode ser percebida ao se estudar os países em desenvolvimento e

⁵¹ As estruturas institucionais são definidas por leis, costumes, cultura, organizações, Estados e políticas macroeconômicas (Boyer, 2009).

desenvolvidos. Como apontado por Lipietz (1984), nos países em desenvolvimento, os regimes de acumulação assumem formas distintas dos países centrais, pois adequam seus regimes de acumulação às estruturas institucionais vigentes, e o modo de regulação corresponde ao arranjo da estrutura social com a finalidade de se adequar ao regime de acumulação. O autor afirma que nada garante que os países irão convergir para um único regime de acumulação.

Dado que a forma de governança corporativa adotada pelas empresas depende do ambiente macroeconômico e institucional de cada país e que a financeirização não impõe, necessariamente, uma forma dominante de capitalismo de mercado ou das instituições neoliberais (Boyer, 2009), o movimento de maximização da riqueza do acionista, defendido pelo *mainstream*, pode não ser completamente incorporado pelas empresas ou pela economia. Portanto, a convergência ao processo de financeirização pode ocorrer sem a necessidade da adoção completa dos preceitos ou das instituições neoliberais (Cioffi, 2010).

A decisão de investimento das empresas em um ambiente de incerteza depende de como elas respondem aos incentivos e à estrutura macro-institucional vigente. Por outro lado, esta estrutura macro-institucional é afetada pelas decisões de investimento e as estratégias adotadas pelas empresas, pois estas limitam as escolhas das políticas macroeconômicas e as mudanças institucionais. Nesse contexto, tem-se uma causalidade na interação micro-macro, no âmbito econômico e institucional, que ocorre nos dois sentidos, como descrito por Santos (2009). Segundo a autora, a relação micro-macro é caracterizada por uma retroalimentação constante neste arcabouço teórico de diversidade de capitalismos, ou seja, as decisões micro dependem do ambiente macro e as mudanças macro dependem das escolhas realizadas em nível micro.

Como observado no capítulo anterior, as empresas não-financeiras brasileiras modificaram suas estratégias e seu padrão de financiamento e, conseqüentemente, de acumulação, para proteger sua estrutura patrimonial, principalmente nos períodos de incerteza e crise econômica. Assim, os ambientes macroeconômico e institucional afetam as estratégias das empresas no país. Nos períodos de aceleração da inflação e restrição externa, que resultaram no aumento do custo do capital de terceiros, as empresas reduziram o endividamento e o investimento. Já, com o retorno do país ao fluxo de capital externo, a valorização das empresas no mercado de capitais e a manutenção da taxa de juros em patamares elevados durante a década de 1990, as empresas utilizaram mais recursos próprios e emissão de ações para financiar o seu

crescimento. Após a crise de 1998, com a nova restrição externa enfrentada pelo país, as empresas passaram a se financiar cada vez mais via endividamento e menos através do mercado de capitais, afetando sua política de investimento e crescimento de longo prazo. Estes fatos mostram que as empresas se comportam de maneira oportunista, principalmente em relação ao seu padrão de financiamento e sua estrutura de capital, como discutido por Eid Jr. (1996), pois se adaptam ao ambiente macro-institucional vigente do período. Este comportamento das empresas mostra que o ambiente macroeconômico e institucional condiciona suas estratégias de financiamento e de investimento, refletindo-se sobre seu regime de acumulação. Por outro lado, as decisões de financiamento e de investimento das empresas afetam a FBCF da economia e a taxa de crescimento econômico, além de influenciar a fragilidade financeira do país.

Neste capítulo são analisados os mecanismos de governança e a estrutura de propriedade e controle das empresas não-financeiras do Novo Mercado (NM) e do Nível 2 (N2) de Governança Corporativa da Bovespa, para verificar se estas empresas aderiram à governança corporativa voltada para a criação de riqueza ao acionista. Os mecanismos de governança analisados são: transparência financeira, perfil do presidente da empresa, tamanho e perfil do conselho de administração, políticas de remuneração do capital próprio e alguns índices de estrutura de capital. Este capítulo traz também uma análise do componente principal que contribui para esta discussão. Dado que a maximização da riqueza do acionista é uma das dimensões do processo de financeirização, este capítulo reforça a contribuição do anterior na investigação sobre o domínio da lógica rentista nas empresas não financeiras de capital aberto no Brasil.

3.2- Os Níveis de Governança da Bovespa

A partir de 2000, a Bovespa criou três níveis de governança, os níveis 1, 2 e o Novo Mercado, seguindo os critérios das “boas” práticas de governança corporativa desenvolvido pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a saber: 1) desenvolver um ambiente institucional que proteja o acionista externo⁵²; 2) as empresas devem disponibilizar todas as informações relevantes para os investidores; 3) o conselho de administração deve representar os interesses dos acionistas minoritários; 4) as empresas devem manter certa quantidade de ações disponíveis no mercado de

⁵² Política de *tag along* e todos os acionistas devem ter as mesmas oportunidades na venda e na compra das ações da empresa (IBGC, 2009).

capitais para transação, conferindo liquidez aos títulos; 5) os conflitos de interesse devem ser solucionados por meio de mediação e arbitragem; 6) deve haver uma política de dividendos clara e aprovada em assembleia; 7) os relatórios contábeis devem ser aprovados por auditores externos; e, 8) uma ação deve representar um voto (IBGC, 2009).

O Nível 1 de governança é o mais baixo e o Novo Mercado representa o grau mais elevado de governança. Os critérios para classificação nestes níveis de governança envolvem a manutenção da liquidez dos títulos negociados no mercado de capitais através de uma circulação mínima de ações, mecanismos de oferta pública que favoreçam a dispersão do capital, mecanismos de proteção ao acionista minoritário, normas para elaboração de informações econômicas e financeiras, soluções de conflitos, entre outros.

As principais características presentes no nível 1, são: a) no mínimo 20% das ações devem ser mantidas em circulação (*free float*), e b) anualmente as empresas têm que elaborar relatórios contábeis aprovados por auditores independentes, com informações relevantes sobre sua situação econômica e financeira. Além das exigências do nível 1, para fazer parte do nível 2 de governança as empresas devem ter um *tag along* de, no mínimo, 80%. Para entrar no Novo Mercado, nível mais exigente de governança corporativa, além de atender às exigências anteriores, as empresas devem manter um *free float* mínimo de 25%, *tag along* de 100%, emitir apenas ações ordinárias (uma ação, um voto), e apresentar os relatórios contábeis e financeiros atendendo os padrões nacionais e internacionais.

Em 2001 foi promulgada a nova lei de falências e das sociedades anônimas, voltada à proteção do acionista minoritário, constituindo-se no desenvolvimento de um aparato legal para atrair novos investidores, principalmente os pequenos, dar maior liquidez aos títulos e promover o desenvolvimento do mercado de capitais. As principais características desta nova lei são: a) *tag along* de, no mínimo, 80% para o acionista minoritário nos casos de alienação direta ou indireta de controle, de cancelamento de registro, de fusões e aquisições e de perda de liquidez das ações devido ao aumento da concentração acionária; b) desde que detenham no mínimo 15% das ações preferenciais, os acionistas minoritários têm direito a escolher um membro do conselho de administração; e, c) as ações preferenciais são limitadas a, no máximo, 50%. Assim como as práticas de governança corporativa propostas pelo IBGC, esta lei é

uma tentativa de alinhar a governança das empresas brasileiras de capital aberto ao modelo anglo-saxão de governança.

O número de empresas que transacionaram suas ações na Bovespa, nos anos de 2010 e 2011, foi de 466 e 471, respectivamente, e a capitalização deste mercado foi de R\$2,5 trilhões e de R\$2,3 trilhões, respectivamente (Tabelas 14 e 15). Os valores destas empresas em razão do PIB foi de 67,56% e 56,10%, para os anos de 2010 e 2011, e o volume financeiro foi de R\$5,1 bilhões e R\$5,4 bilhões no mercado à vista, respectivamente.

O número de empresas que faziam parte do NM foi de 112 em 2010, 125 em 2011 e 126 em 2012, o que corresponde a 23,8%, 26,8% e 27,9%, em relação ao total das empresas da Bovespa, respectivamente. O valor de mercado das empresas deste nível de governança foi de R\$691 bilhões em 2010, R\$663 bilhões em 2011 e R\$744 bilhões em 2012, o que corresponde a 27%, 29% e 30% do valor total das empresas da Bovespa, respectivamente. O volume financeiro no mercado à vista em porcentagem do total negociado na Bovespa foi de 41,7%, 40,2% e 43,6%, respectivamente (tabela 16).

No N2 havia 18 empresas em 2010 e 19 em 2011 e 2012, correspondendo a 3,8%, 4,1% e 4,2% do total das empresas da Bovespa, respectivamente. O valor de mercado destas empresas em cada ano foi igual a R\$143 bilhões (5,6%), R\$114 bilhões (5%) e R\$120 bilhões (5%), respectivamente. O volume financeiro correspondeu a 3,7%, em média, ao ano.

Tabela 14
Quantidade de Empresas de Capital Aberto na Bovespa por tipo de Governança:
2010 a 2012

Tipo de Mercado	2010		2011		2012*	
	Quant.	(%)	Quant.	(%)	Quant.	(%)
NM	112	23,8	125	26,8	126	27,9
N2	18	3,8	19	4,1	19	4,2
N1	37	7,9	38	8,2	32	7,1
Básico e BDR's	304	64,5	284	60,9	275	60,8
Total	471	100	466	100	452	100

*Posição novembro de 2012

Tabela 15
Capitalização de Mercado das Empresas de Capital Aberto da Bovespa por tipo de Governança, em Milhões Reais: 2010 a 2012

Tipo de Mercado	2012*		2011		2012*	
	R\$	(%)	R\$	(%)	R\$	(%)
NM	690.952	26,9	663.082	28,9	744.316	30,8
N2	143.573	5,6	114.858	5,0	119.186	4,9
N1	852.218	33,2	710.336	31,0	712.112	29,5
Básico e BDR's	882.664	33,4	806.134	35,1	839.704	34,8
Total	2.569.407	100	2.294.410	100	2.415.318	100

*Posição novembro de 2012

Tabela 16
Volume Financeiro Transacionado no Mercado a Vista da Bovespa, por tipo de Governança (em Milhões Reais): 2010 a 2012

Tipo de Mercado	2010		2011		2012*	
	R\$	(%)	R\$	(%)	R\$	(%)
NM	2.286	41,7	2.067	40,2	2.628	43,6
N2	199	3,6	142	2,8	188	3,1
N1	1.916	34,9	1.690	32,9	2.383	39,6
Básico e BDR's	1.087	19,8	1.243	24,2	826	13,7
Total	5.487	100	5.142	100	6.024	100

*Posição novembro de 2012

3.3 – Estrutura de Propriedade e Controle: uma visão teórica

As diferenças na estrutura de propriedade e controle das empresas nas diversas economias influenciam os padrões de governança corporativa. A estrutura de GC pode se diferenciar de acordo com o grau de concentração da propriedade e o tipo de controle do principal acionista. Enquanto em algumas economias a estrutura de propriedade é dispersa (*outsider systems*), em outras ela é concentrada (*insider systems*). Neste caso, o principal acionista tende a ser a família, indivíduo, investidores institucionais e outras corporações que atuam através de uma *holding* (Maher e Anderson, 1999). A estrutura de propriedade e de controle resulta nos dois principais problemas de agência apontados na literatura do *mainstream* econômico, a qual considera principalmente o caso anglo-saxão de “Capitalismo disperso”. O primeiro, entre o gestor e os acionistas externos e, o segundo, entre o gestor/acionista e os acionistas minoritários. No caso de capitalismos com estrutura concentrada de propriedade – chamado pelos teóricos do *mainstream* como “capitalismo oligárquico” – o principal problema para a governança corporativa se estabelece entre o bloco controlador e os minoritários. Nesse caso, os principais problemas de governança corporativa são a expropriação e o *tunneling*.

Os trabalhos empíricos têm demonstrado que o capital tende a ser concentrado na maioria dos países do mundo, as exceções são os países anglo-saxões e o Japão. De acordo com Demsetz e Lehn (1985), os cinco principais acionistas das 511 maiores empresas norte-americanas detêm, na média, 24,81% do capital total e o capital é majoritário em apenas 6,65% das empresas da amostra. Já Prowse (1992) demonstra que, na economia japonesa, os cinco principais acionistas detêm, na média, 33,1% do capital total e os bancos são os principais acionistas de 10% das empresas da amostra. Na economia espanhola, de acordo com Crespi-Cladera e Garcia-Cestora (1999), os três principais acionistas detêm, na média, 47,1% do capital total das empresas e La Porta *et ali* (1999c) demonstram, que em uma amostra de 540 empresas, de 27 países do mundo, apenas 33,33% possui o capital disperso.

Weib (2010) encontrou uma concentração média do capital igual a 44% do capital total⁵³ para as empresas de sua amostra. Segundo o autor, o capital tende a ser mais disperso nas economias norte-americana, japonesa e do Reino Unido, em torno de 22% para os dois primeiros países e de 32,47% no último. A Espanha foi o país onde o capital se mostrou mais concentrado, em torno de 59,13% do capital total. Para o Brasil, os cinco principais acionistas detinham, em média, 51,24% do capital total, valor superior à média dos países. Cueto (2013) realizou um trabalho empírico para cinco países da América Latina, incluindo o Brasil, e calculou que, na média, o principal acionista detinham 55,76% do capital com direito a voto, e os três principais acionistas detinham, em média, 65,50%.

As famílias e o indivíduo são os principais controladores das empresas no mundo e quase sempre o membro da família ou o principal acionista (indivíduo) participa diretamente da gestão da empresa, seja como presidente da empresa e/ou do conselho de administração. La Porta *et ali* (1999c) encontraram em sua amostra que quase 30% das empresas são controladas pelas famílias, 18% são controladas pelo Estado⁵⁴. De acordo com o trabalho apresentado por Fraccio e Lang (2002), as famílias são controladoras de 44,29% das empresas da amostra e em 75% destas o presidente da

⁵³ O autor calcula a concentração de capital para as 10 principais economias do mundo observando os cinco principais acionistas. Sua amostra é composta por 150 empresas de cada país. Os países estudados são: Japão, Estados Unidos, Reino Unido, Canadá, Austrália, Alemanha, Brasil, França, Itália e Espanha.

⁵⁴ La Porta *et ali* (1999c) realizaram um trabalho empírico para determinar a estrutura de propriedade e controle das 27 economias mais ricas do mundo. A amostra foi composta pelas 20 maiores empresas destes países que transacionam suas ações no mercado de capitais e foram consideradas as ações com direito a voto. Assim, no Reino Unido, as 20 maiores empresas têm o capital disperso no Japão; a dispersão chega a 90% das empresas da amostra; nos Estados Unidos, é de 88% das empresas da amostra. Já na Argentina não se observou a dispersão de capital para nenhuma das 20 empresas que compõem a amostra do estudo. Na Áustria, Bélgica e Israel apenas 5% das empresas da amostra o capital é disperso.

empresa é um membro da família⁵⁵. Chakrabarti *et al.* (2007), observaram para a economia indiana que 60% das empresas que transacionam suas ações na bolsa de valores são familiares, 20% são controladas por indivíduos, 11% são controladas pelo governo federal e 9% por estrangeiros. E segundo Cueto (2013), em 76% das empresas da sua amostra as famílias são os principais controladores.

Trabalhos empíricos para a economia brasileira têm mostrado que o capital é concentrado. Siqueira (1998) demonstrou que, em 21,22% das empresas, o capital é Disperso, em 48,20% das empresas o capital é Dominante e em 30,58% é Majoritário, ao considerar o capital total. Quando as ações preferenciais são consideradas o capital é Disperso em 7,51% das empresas, Dominante em 24,82% das empresas e Majoritário em 67,63% das empresas da amostra. Carvalhal (2002) demonstrou que os três e os cinco principais acionistas, detêm, em média, 61%, 79% e 84% do capital votante e 43%, 56% e 58% do capital total, respectivamente. Campos (2005) encontrou que o principal acionista detém, em média, 61,50% do capital total das empresas da amostra e, ao observar os dez maiores acionistas, estes detêm, em média, 87,13% deste capital e as famílias foram os principais acionistas de 13,97% das empresas em 2001. O autor constatou que o investidor institucional era o principal acionista em apenas uma empresa, tanto em 1998 quanto em 2001.

Aldrighi e Mazzer Neto (2005), observando o último acionista, mostram que o principal acionista detém, em média, 52,4% do capital que dá direito ao fluxo de caixa (ações preferenciais) e 76,94% do capital votante (ações ordinárias). Além disso, em metade das empresas da amostra, o último acionista detém mais de 87% do capital votante, e o principal acionista consegue controlar a empresa detendo 33,81% do capital votante, devido à estrutura piramidal, a qual ocorre em 68,11% das empresas da amostra. Destas empresas, 82,73% são nacionais e 16,11% são controladas por estrangeiros. E Aldrighi e Mazzer Neto (2007) realizaram um estudo para as empresas de capital aberto no período de 1997-2002, observando novamente o último acionista, o qual detinha em 2002, em média, 72,9% do capital votante e 51,6% do capital com direito ao fluxo de caixa. As famílias são os principais acionistas de 54,7% das empresas, os estrangeiros de 18,4%, o governo de 7,5%, os fundos de investimento de 5,2% e os fundos de pensão de 2% das empresas da amostra.

Gorga (2009) realizou um trabalho empírico para uma amostra de 339 empresas de capital aberto na Bovespa, empresas financeiras e não-financeiras, observando o

⁵⁵ Fraccio e Lang (2002), para uma amostra de 5232 empresas dos países da Europa Ocidental.

primeiro acionista, os três principais e o cinco principais acionistas, e dividiu as empresas em níveis de governança da Bovespa, ou seja, se as empresas pertenciam ao Novo Mercado, ao Nível 2, Nível 1 ou Tradicional. Assim, identificou que 92 empresas pertencem ao NM, 22 ao N2, 44 ao N1 e 183 pertencem ao tradicional. Para as empresas do NM, o primeiro acionista e os três primeiros acionistas detêm, em média, 36,39% e 52,28% do capital total, respectivamente. Para as empresas do N2, o principal acionista e os três principais detêm, em média, 64,79% e 83,87% das ações com direito a voto e 42,11% e 56,37% do capital total, respectivamente. Para as empresas do mercado tradicional, o primeiro e o terceiros acionistas detêm, em média, 65,80% e 81,64% do capital votante e 49,23% e 68,64% do capital total, respectivamente. As famílias e o indivíduo são os principais acionistas de 57 (61,69%) das empresas do NM, seguidos pelos estrangeiros que controlam 24 (26,09%), pelos investidores institucionais que controlam 6 (6,52%) empresas e, por último, o Governo que controla 5 (5,43%) das empresas deste nível de governança. Em relação às empresas do N2, as famílias e os indivíduos controlam 13 (65%) empresas, os estrangeiros 5 (25%) empresas, o governo 2 (10%) empresas e os investidores institucionais não aparecem na amostra. Para as empresas do mercado padrão, em 115 delas (62,84%) a família é o principal controlador, 37 (20,22%) são controladas pelos estrangeiros, 18 (9,8%) são controladas pelo governo e 13 (7,10%) por investidores institucionais. A autora encontrou estrutura piramidal em 19,54% das empresas do NM e em 38,79% das empresas do mercado tradicional.

Os trabalhos empíricos têm mostrado que a dispersão de propriedade e controle são a exceção e não a regra. Para a economia brasileira, os trabalhos empíricos têm mostrado que o capital é mais concentrado que nas economias anglo-saxãs e japonesa, e que as famílias e o indivíduo são os principais acionistas das empresas de capital aberto. A concentração de capital e a estrutura familiar influenciam a governança das empresas e suas características.

3.4 - Estrutura de Propriedade e Controle para as Empresas Não-Financeiras do NM e N2 da Bovespa

Neste tópico será analisada a estrutura de propriedade e controle das empresas não-financeiras que participam dos dois níveis mais altos de governança da Bovespa. A amostra é composta por 116 empresas não-financeiras do NM, o que corresponde a 92%

do total das empresas deste nível, e por 13 empresas do N2, que corresponde a 68,42% do total das empresas deste nível da GC da Bovespa. A maior parte destas empresas atua na indústria e no setor de serviços (tabela 17).

Tabela 17
Distribuição das empresas entre os setores produtivos

Sector	Frequência das Empresas NM	Frequência das Empresas N2
Agricultura	4	0
Serviços	46	9
Comércio	11	0
Indústria	55	4
Total	116	13

Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

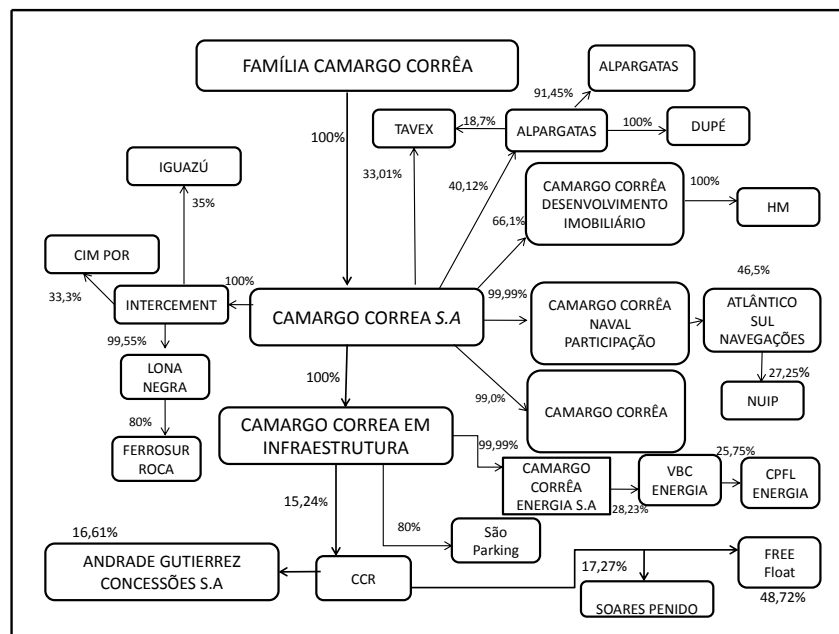
As informações financeiras destas empresas foram obtidas nos relatórios contábeis não-consolidados para o final do período, disponíveis na Bovespa, entre os anos de 2009 e 2011, período em que há informações disponíveis para a maioria das empresas. Os dados são não-consolidados, pois analisa-se a participação da empresa individualmente na economia, sem a influência dos resultados das suas controladas e coligadas. O objetivo dos relatórios contábeis não consolidados é apresentar a estrutura patrimonial e financeira da empresa individualmente sem a influência das outras empresas do grupo.

Para captar a participação destas empresas na economia, calculou-se a razão do Ativo Total e das Receitas Líquidas sobre o PIB para o final do ano de 2011. Para as empresas do NM estas razões foram de 11,11% e de 0,43%, respectivamente, e para as empresas do N2 foram de 0,98% e 0,10%, respectivamente. O gasto com Imobilizado em relação à Formação Bruta de Capital Fixo, para o mesmo período, foi de apenas 0,18%, ou seja, estas empresas do NM representaram menos de 1% dos gastos com capital fixo na economia no ano de 2011.

Assim, a participação destas empresas na economia é pequena, pois muitas delas são representadas apenas pela *Holding*, que é a controladora do grupo, e sua receita e ativo dependem de suas controladas ou coligadas. É o caso da Ecorodovias, controladora do grupo que explora a concessão das rodovias privatizadas. A controladora tem o capital aberto, enquanto suas controladas têm o capital fechado e suas cotas pertencem, na maioria, à *holding* (figura 1). São as empresas controladas e coligadas que disponibilizam os serviços, a controladora não produz nada e seu ativo é pequeno. Outros exemplos deste caso são: Anhanguera, Kroton, Estácio Participações e

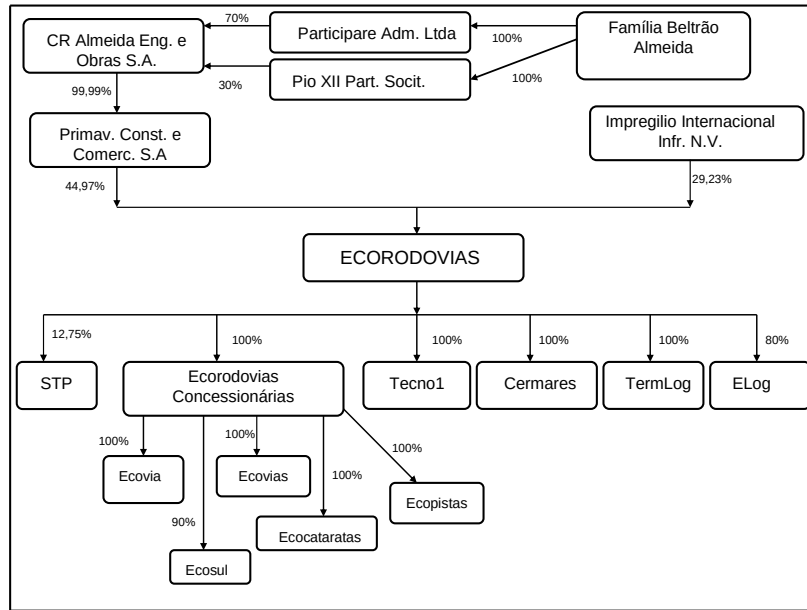
TIM. Além disso, há situações em que uma das empresas do grupo é escolhida para abrir o capital, aquela que precisa de um financiamento elevado ou aquela considerada pelo grupo como a mais adequada a abrir o capital, ou a participar dos níveis da GC. É o caso da Abril Educação e da CCR (figura 2). A primeira é uma das diversas empresas da Editora Abril e a segunda pertence ao grupo Camargo Corrêa e Andrade Gutierrez. O outro caso observado é quando a empresa que participa dos níveis da GC é aquela que exerce a atividade fim e não possui controladas. É o caso das Indústrias Romi (figura 3), Gol, Vigor, entre outras.

Figura 1
Estrutura Societária CCR



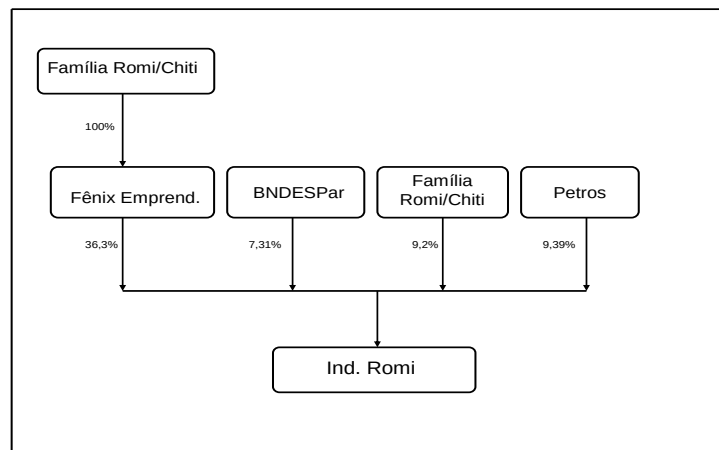
Fonte: elaboração própria

Figura 2
Estrutura Societária da Ecorodovias



Fonte: elaboração própria

Figura 3
Estrutura Societária da Indústria Romi



Fonte: elaboração própria

É importante, portanto, para a análise da governança corporativa no Brasil, determinar, inicialmente, a característica do controlador das empresas de capital aberto que fazem parte do Novo Mercado (NM) e do Nível 2 (N2) da Governança Corporativa (GC). Para isto, adotou-se a metodologia proposta pelo IBGC (2009) em que o controlador é classificado segundo os seguintes critérios:

- 1) Estrutura Familiar: controle definido ou difuso, onde uma ou mais famílias detêm o controle da empresa;
- 2) Não-familiar, em que há duas subcategorias:
 - 2.1) – Indivíduo: onde uma pessoa controla a empresa de forma direta ou indireta,
 - 2.2) Grupo Empresarial: onde uma ou mais organizações controlam a empresa, direta ou indiretamente;
- 3) Investidores Institucionais: onde o principal acionista, direta ou indiretamente, é um investidor institucional. Estes são classificados segundo sua atividade:
 - 3.1) Fundos de Pensão, 3.2) *Private Equities*, 3.3) Bancos e 3.4) Outros.
- 4) Estatal: quando o principal acionista, direta ou indiretamente, é o Estado (Federal, Estadual ou Municipal), e
- 5) Estrangeiro: controle definido ou difuso, onde o principal acionista é estrangeiro.

Para determinar se o controle é concentrado ou não, utilizou-se a metodologia proposta por Thomsen e Pedersen (1997). Seguindo esta metodologia o controle da empresa é classificado em três categorias: 1) Disperso: onde o principal acionista detém menos de 20% do capital total da empresa; 2) Dominante: onde o principal acionista detém entre 20% e 50% do capital total da empresa, e 3) Majoritário: onde o principal acionista detém mais de 50% do capital total da empresa. Estes autores observam o primeiro acionista, ou seja, aquele que detém isoladamente o maior número de ações. Mas, na economia brasileira, um pequeno grupo de acionistas detém uma grande parcela do capital das empresas, como se pode observar no trabalho apresentado anteriormente.

Então, nesta tese será observado o principal acionista⁵⁶ (P1), o qual é identificado de acordo com metodologia proposta pelo IBGC (2009), e os três principais acionistas⁵⁷ (P3). Estes acionistas devem deter, direta ou indiretamente, mais de 5% do capital da empresa e têm que aparecer na estrutura acionária disponível na Bovespa. Para determinar quem é o principal acionista a composição acionária foi aberta para trás até encontrar o último acionista. No caso das empresas que têm ações Ordinárias e

⁵⁶ Nos casos em que os principais acionistas são membros de uma ou mais famílias, considerou-se a família como o principal acionista, com participação igual a soma das parcelas de seus membros, seja esta direta ou indireta.

⁵⁷ Prowsen (1992) e Demsetz e Lehen (1985) realizaram trabalhos empíricos para determinar a estrutura de propriedade da economia Japonesa e Norte-Americana. Estes autores observaram os cinco principais acionistas das empresas (P5).

Preferenciais, considerou-se o principal acionista em relação às ações ordinárias e em relação ao capital total.

A tabela 18 mostra que, quando se considera o principal acionista para as empresas do NM, 31,03% das empresas têm o capital Disperso e em 43% das empresas o capital é Majoritário. No primeiro caso (31,03% das empresas da amostra), o principal acionista detém menos que 20% do capital total da empresa e no segundo caso (37,07% das empresas da amostra) o principal acionista detém mais de 50% do capital total da empresa. Em quase 63% das empresas da amostra não há presença de um acionista controlador. Mas ao observar os três principais acionistas (P3) a concentração do capital tende a aumentar: apenas em 8,62% das empresas o capital é Disperso, enquanto em 47,41% das empresas o capital é Majoritário. Ao somar a concentração de propriedade do tipo Dominante e Majoritário para P3 acionistas, a porcentagem fica em 91% das empresas. A concentração de capital para P3 da amostra é maior do que para as empresas da economia norte-americana.

Tabela 18
Estrutura de Propriedade das Empresas do Novo Mercado da GC da Bovespa para o Principal Acionista (P1) e até Três Acionistas (P3): 2012

Concentração de Propriedade	Principal Acionista (P1)		Até 3 Acionistas (P3)	
	Frequência Absoluta	Frequência Relativa	Frequência Absoluta	Frequência Relativa
Dispersa (até 20%)	36	31,03%	10	8,62%
Dominante (entre 20% a 50%)	37	31,90%	51	43,59%
Majoritária (acima de 50%)	43	37,07%	55	47,41%
TOTAL	116	100%	116	100%

Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

A estrutura familiar é predominante nestas empresas do NM, sendo a família o principal acionista para mais de 36% das empresas da amostra. Esta é seguida pelo Indivíduo, principal acionista em mais de 28,46% das empresas. Em mais de 50% das empresas a família e o indivíduo são os principais acionistas, o que mostra que as ações destas empresas estão em poder de um pequeno grupo de acionistas (Tabela 19). Em 17% das empresas do NM o principal acionista é o investidor institucional. Os *Private Equities* correspondem a 13,79% e os Fundos de Pensão a 3,45% das empresas da amostra.

Tabela 19
Característica do Principal Acionista das Empresas do Novo Mercado da Bovespa:
agosto de 2012

Característica do Acionista	Frequência Absoluta	Frequência Relativa
Familiar	42	36,21%
Indivíduo	33	28,45%
Fundo de Pensão	4	3,45%
<i>Private Equity</i>	16	13,79%
Estado	8	6,89%
Estrangeiro	13	11,21%

Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

Em relação às empresas do N2 da GC, apenas uma delas possui capital disperso quando se observa o principal acionista e as ações com direito a voto (ações ON). Ao observar os P3 acionistas, não há nenhuma empresa com o capital disperso. Na maioria das empresas, em torno de 85%, o capital é Majoritário, para os P3 acionistas e ações ON (tabela 20). O capital com direito a voto é concentrado para as empresas neste mercado de governança.

Tabela 20
Estrutura de Propriedade das Empresas do Nível 2 da GC da Bovespa para o Principal Acionista (P1) e até Três Acionistas (P3) Ações Ordinárias: agosto de 2012

Concentração de Propriedade	Principal Acionista Ação ON (P1)		Até 3 Acionistas Ação ON (P3)	
	Frequência Absoluta	Frequência Relativa	Frequência Absoluta	Frequência Relativa
Dispersa (até 20%)	1	7,69%	0	0%
Dominante (entre 20% a 50%)	6	46,15%	2	15,38%
Majoritária (acima de 50%)	6	46,15%	11	84,62%
Total	13	100%	13	100%

Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

Mas, ao analisar a concentração de propriedade destas empresas observando-se o capital total, tem-se uma pequena redução do controle. Considerando-se P1, em 23,08% das empresas o capital total é Disperso, em 53% a estrutura é Dominante, e em 23,08% destas empresas a estrutura é Majoritária. Observando-se os três principais acionistas (P3), a estrutura Majoritária é menor quando comparada com as ações com direito a voto, correspondendo a 46,15% das empresas (tabela 19). Dado que há a presença de duas classes de ações, uma que dá direito ao controle e a outra ao fluxo de caixa, o principal investidor pode controlar a empresa sem deter a maioria do capital total.

Tabela 21
Estrutura de Propriedade das Empresas do Nível 2 da GC da Bovespa para o Principal
Acionista (P1) e até Três Acionistas (P3) Capital Total: agosto de 2012

Concentração de Propriedade	Principal Acionista Capital Total (P1)		Até 3 Acionistas Capital Total (P3)	
	Frequência Absoluta	Frequência Relativa	Frequência Absoluta	Frequência Relativa
Dispersa (até 20%)	3	23,08%	1	7,69%
Dominante (entre 20% a 50%)	7	53,85%	6	46,15%
Majoritária (acima de 50%)	3	23,08%	6	46,15%
Total	13	100%	13	100%

Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

Similarmente às empresas do NM, a família e o indivíduo são os principais controladores das empresas do N2, cada um controlando 30,77% das empresas (Tabela 22). Este tipo de controle tende a concentrar o capital, principalmente as ações com o direito a voto, pois as famílias conseguem ter o controle da empresa sem a necessidade de ter a maioria do capital total, o que é uma das críticas do *mainstream* das boas práticas de GC em relação às empresas que têm duas classes de ações. Assim, as boas práticas de governança corporativa, de acordo com a OCDE (2004), assumem a relação “uma ação um voto”.

Tabela 22
Característica do Principal Acionista das Empresas do Nível 2 da GC da Bovespa:
agosto de 2012

Característica Acionista	Frequência Absoluta	Frequência Relativa
Familiar	4	30,77%
Indivíduo	4	30,77%
Fundo de Pensão	0	0%
<i>Private Equity</i>	1	7,69%
Estado	3	23,48%
Estrangeiro	1	7,69%

Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

No Brasil, para as empresas do NM, os três principais acionistas (P3) detêm, em média, quase 50% das ações e para as empresas do N2 estes acionistas detêm, em média, quase 70%. O capital tende a ser mais disperso nas empresas do NM do que nas empresas do N2 da GC. Porém, o capital é mais concentrado nesta empresas brasileiras quando comparado com os resultados encontrados para a economia norte-americana e japonesa. Para estes dois países os P3 acionistas detêm, em média, 24,75% e 24,71% do

capital das empresas, respectivamente (tabela 23). Ou seja, o capital está ficando menos concentrado para as empresas que participam do nível mais alto de governança, mas ainda distante da média dos países anglo-saxões.

Tabela 23

Estatística da Estrutura de Propriedade das Empresas do Novo Mercado e Nível 2 da GC da Bovespa, de Empresas Japonesas e Norte-Americanas: três principais acionistas (P3) e os cinco principais acionistas* (P5)

	Média	Desvio Padrão	Maior Valor	Menor Valor
Novo Mercado	49,7%	18,21	88,30%	0,07%
Média <i>Free Float</i> NM	37,78%	17,91	99,54%	0,91%
Nível 2 de GC ações ON	69,89%	23,31	100%	22,65%
Média <i>Free Float</i> N2	25,19%	15,42	1,38%	50,04%
Empresas Japonesas* (P5)	24,71%	14,23	67,81%	1,01%
Empresas Americanas* (P5)	24,75%	9,93	72,17%	0,94
Média Amostra*	41,62%	24,15	-	-
Empresas América Latina**	65,50%	n.d.	n.d.	n.d

Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

* Disponível em Weib (2010) para os cinco principais acionistas (P5).

**Cueto (2013), para os três principais acionistas (P3).

Em relação à estrutura de propriedade e controle, alguns pontos merecem ser destacados. Em primeiro lugar, observou-se uma participação importante do Estado, através do BNDES, no financiamento destas empresas. O BNDES é um dos três principais acionistas em 11 empresas (9,48%) do NM e em 1 empresa (7,69%) no N2. Devido à manutenção da taxa de juros elevada durante os anos de 1990 e 2000, aos altos custos de emissão de ações e títulos nos mercados de capitais, ao ambiente de incerteza da economia brasileira pós-crise do balanço de pagamentos e à volatilidade da taxa de câmbio, a participação do BNDES como acionista tem sido a estratégia encontrada pelo Estado para financiar o investimento e manter o crescimento das empresas. Isto se justifica pela restrição de crédito das mesmas, pelo custo elevado de capital ou por atuarem em setores considerados estratégicos pelo governo (Coutinho e Rabelo, 2003). Além disso, com o objetivo de desenvolver o mercado de capitais e aumentar a transparência da gestão das empresas em que o banco é acionista, este tem direcionado estas empresas a abrir o capital nos níveis de governança mais elevado.

Em segundo lugar, observou-se um aumento da participação de investidores institucionais nestas empresas. Considerando-se os três principais acionistas, os investidores institucionais estão presentes em quase 50% das empresas da amostra. De acordo com Demsetz, Lehn e Villalonga (2001), em economias onde o capital é

concentrado e o risco de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários é elevado, a presença dos *blockholders* pode ser mais eficiente que um pequeno acionista isoladamente, no alinhamento dos interesses do proprietário/gestor com os dos acionistas. A presença destes *blockholders* pode afetar a governança corporativa das empresas para resultados de curto prazo, como discutido no primeiro capítulo desta tese.

O grupo GP do Brasil, um *private equity*, é o principal acionista de 6 (seis) empresas de diferentes setores e segmentos da economia: educação, comércio varejista, hotelaria, exploração de imóveis (*shopping centers*), saúde e indústria (metalurgia). Como apontado no primeiro capítulo, a estratégia destes investidores é diversificar sua carteira, agindo como o investidor individual que objetiva minimizar o risco de seu portfólio. Sua carteira é composta por empresas de diferentes ramos da atividade econômica, com a finalidade de conseguir uma menor correlação entre os ativos e, assim, minimizar o risco.

Duas empresas do grupo GP foram destaque em relação ao crescimento no seu valor de mercado no ano de 2012, de acordo com os dados da Bovespa. A Estácio Participações, empresa ligada ao segmento de educação, teve um crescimento de 134% neste ano⁵⁸, seu valor de mercado ficou em torno de R\$2,8 bilhões e ela distribuiu, entre os anos de 2009-2011, em média, 48% do lucro líquido em forma de dividendos, enquanto a média do setor foi de 33%. E a empresa a B2W Varejo, empresa ligada ao comércio, que valorizou-se em 88,89% no ano, atingindo um valor de mercado de R\$1,7 bilhão. Esta empresa distribuiu 11% do lucro líquido em forma de dividendos, no período de 2010-2011, média inferior à do setor, que foi de 25% para o mesmo período. Esta taxa inferior deveu-se ao resultado negativo da conta financeira, que levou a empresa a ter prejuízo em 2011 e, consequentemente, não distribuiu dividendos. Outra empresa do grupo, a Alliansce, do setor de *shopping centers*, teve um crescimento de 73,4% em 2012, seu valor de mercado ficou em torno de R\$2,2 bilhões e distribuiu em torno de 20,85% do lucro líquido em dividendos, taxa superior à das outras empresas do setor, que foi de 17%, em média, para o período. A Magnesita valorizou-se em 43,6% no ano de 2012 e seu valor de mercado ficou em torno de R\$1,7 bilhão, e a BHG valorizou-se em 24% no mesmo período. Dado que o crescimento do índice da Bovespa foi de 7,40% no mesmo período, as empresas do grupo GP tiveram crescimento acima do índice Bovespa e distribuíram mais dividendos que a média das empresas da

⁵⁸ De acordo com os dados da Bovespa, as empresas Kroton e Anhanguera, que também fazem parte do segmento de educação, valorizaram-se 151% e 72% no mesmo período, respectivamente.

Bovespa. Esses dados sugerem que a gestão das empresas controladas pelo grupo GP busca a valorização dessas empresas no mercado de capitais, refletindo um comportamento patrimonialista do grupo, e os ganhos de capital.

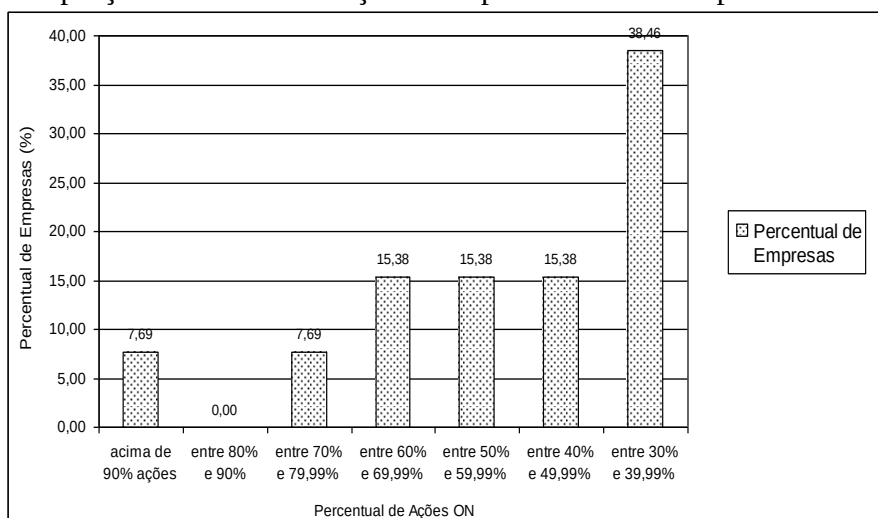
As questões institucionais e econômicas influenciam a estrutura de propriedade e controle e, conseqüentemente, a governança das empresas. Assim, as escolhas das estratégias e dos investimentos no Brasil podem ser diferentes daquelas desejadas ou impostas pelo processo de financeirização da economia, devido à concentração de capital e controle das empresas brasileiras.

3.4.1 – Ações com Direito a Voto e *Free Float*

Como apontado no primeiro capítulo, os investidores institucionais e os estrangeiros desejam que as empresas disponibilizem apenas ações com direito a voto, pois isso facilita o controle do mercado de capitais sobre as empresas, reduz a possibilidade do acionista majoritário expropriar a riqueza dos minoritários, e aumenta a participação dos minoritários nas decisões das empresas. Quando a empresa emite mais de um tipo de ação, uma com direito ao fluxo de caixa e outra com direito a voto, o principal acionista pode ter o controle da empresa sem deter a maioria do capital total, aumentando a possibilidade de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários. Então, o uso de um único tipo de ação é considerado um bom princípio de governança corporativa, como apresentado pela OCDE (2004).

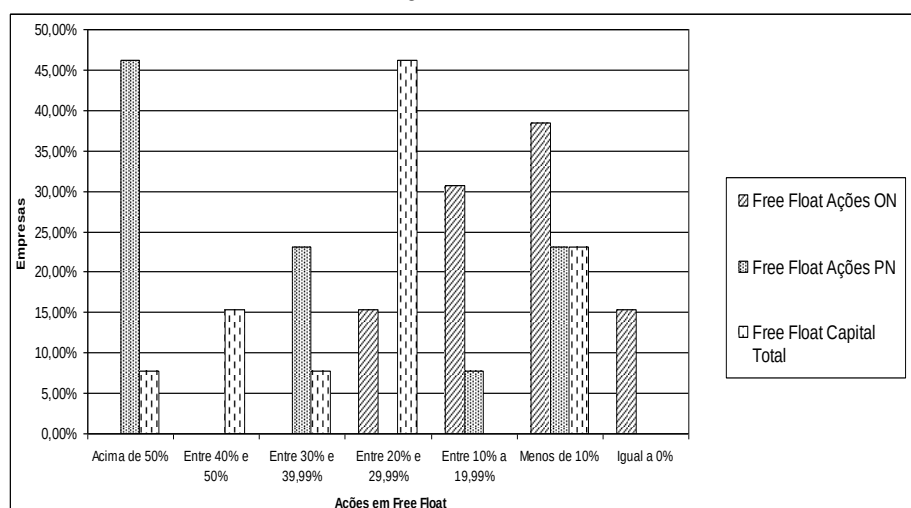
Observou-se que as empresas que fazem parte do NM só podem emitir ações ordinárias, o que alinha-se às boas práticas de governança da OCDE. Porém, as empresas do N2 podem emitir duas classes de ações: ordinárias (com direito a voto, o que permite o controle da empresa) e preferenciais (com direito aos fluxos de caixa, mas sem direito a voto). Como se pode observar no gráfico 12 e 13, 53,84% das empresas do N2 emitiram uma proporção maior de ações preferenciais (PN) do que ordinárias (ON), permitindo ao principal acionista controlar a empresa sem a necessidade de deter a maioria do capital total (caso da Saraiva, onde a família detém 58,74% das ações ordinárias e apenas 19,37% do capital total). Apenas em uma empresa do N2 (7,69%) mais de 90% das ações emitidas foram ON, e em uma outra empresa (7,69%) as ações ON corresponderam entre 70% e 79,99% do capital total.

Gráfico 12
Proporção das ON em relação ao Capital Total das Empresas do N2



Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

Gráfico 13
Free-Float das Ações Preferenciais, Ordinárias e do Capital Total das Empresas do N2: 2012



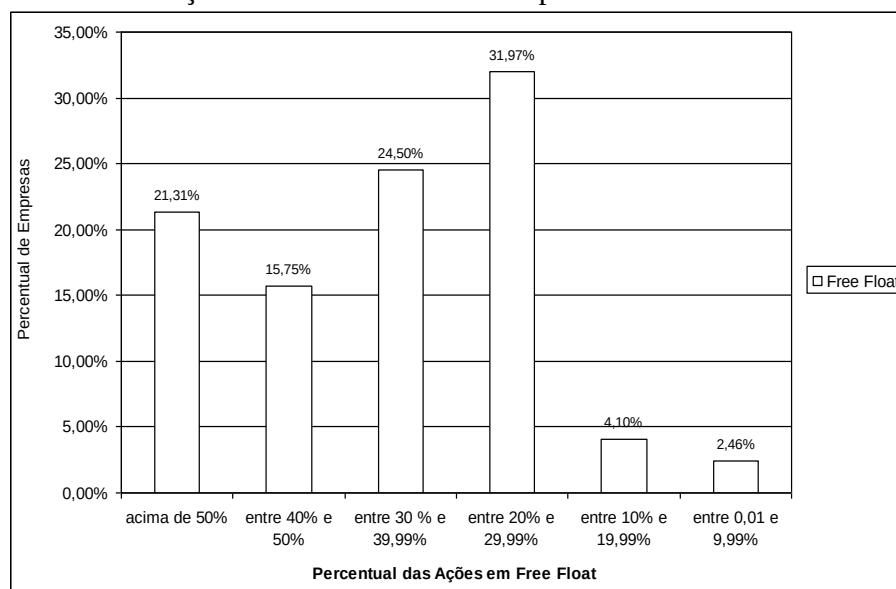
Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

Outra característica da estrutura de propriedade que interessa aos acionistas é a liquidez dos títulos, a qual pode estar relacionada à quantidade de ações em circulação nos mercados (*free-float*). Em mais de 45% das empresas do N2, mais da metade das ações PN estão em *free float* ao passo que apenas entre 20% e 29,99% do capital total está em *free float* (Gráfico 13). Nenhuma das empresas possui mais de 30% das ações ON em *free float*, sendo que em 38% delas menos de 10% das ações ON está em *free float* e em 15% das empresas não há ações ON em *free float*. As empresas do N2 mantêm, em média, 25,19% do capital total em circulação, valor superior ao

determinado pela Bovespa, que é de 20% do capital total. Mas, quando considera-se o *free-float* das ações ordinárias, observa-se que este é, em média, de apenas 9,8%, muito inferior ao observado para o capital total. Ou seja, a maioria das ações em circulação são as preferenciais, o que mostra que neste quesito as empresas deste nível de governança não aderiram às práticas de governança defendidas pela OCDE.

No que se refere ao Novo Mercado, em média, 37,78% do total das ações das empresas estão em circulação, valor superior ao determinado pelas normas das boas práticas de GC desenvolvidas pela Bovespa, que é de pelo menos 25%. Neste mercado, 21,3% das empresas colocaram mais de 50% de suas ações ON em circulação, valor superior ao observado no N2 (gráfico 14).

Gráfico 14
Percentual de Ações em *Free-Float* das Empresas no Novo Mercado: 2012



Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

O capital é menos concentrado nas empresas do NM que no N2 e nos demais níveis de governança da Bovespa. Esta redução da concentração do capital no NM pode estar associada às normas mais rígidas deste nível de governança. Porém, a estrutura de propriedade ainda é concentrada no Brasil, em comparação aos países anglo-saxões. Entretanto, as empresas do NM e do N2 adotam outros mecanismos para minimizar os efeitos da concentração do capital no país, quais sejam: o tamanho do conselho de administração, a presença de conselheiros independentes, e *tag along* de 100% no NM e de 80% no N2. No que se refere ao *free float*, à concentração de propriedade e à emissão de uma única classe de ações, as empresas do NM possuem maior convergência

às boas práticas de governança corporativa que as empresas dos demais níveis de governança.

3.5 – O Perfil do Conselho de Administração

De acordo com a visão do *mainstream* econômico, o conselho de administração tem um papel de destaque na estrutura de governança em uma economia com o capital disperso, pois é através dele que os investidores externos e minoritários monitoram a performance da empresa e do gestor, prevenindo os conflitos de interesse, com um custo relativamente baixo. Seria por meio dele que estes investidores poderiam exercer seu poder ou controlar o gestor da empresa. Mas, para que isto ocorra seria necessário certo grau de independência do conselho de administração, para que os investidores minoritários pudessem exercer o seu papel de monitoramento sem a interferência do acionista majoritário e, assim, alinhar os interesses do gestor com os seus.

Entretanto, nas empresas em que o capital é concentrado e dominado pelas famílias ou indivíduo, o conselho de administração e a empresa são dirigidos por um membro da família ou pelo próprio indivíduo (o gestor/acionista é o presidente do conselho). Assim, há uma concentração do poder e maior probabilidade de expropriação de riqueza dos acionistas minoritários e externos. Então, a boa prática de governança corporativa recomenda que o presidente da empresa e do conselho sejam pessoas diferentes.

As características do perfil do presidente das empresas e do conselho de administração no NM são as seguintes: 1) em 22,41% das empresas a mesma pessoa preside a empresa e o conselho de administração e, deste percentual, 2) em 62,50% das empresas, o presidente do conselho de administração é um dos três principais acionistas da empresa. Estes dados mostram que os principais acionistas das empresas do NM desejam controlar a gestão da empresa; 3) 44,87% dos presidentes das empresas são formados em Administração, Economia, Contabilidade ou Direito; e 4) 41,37% dos presidentes do conselho de administração também são formados nestas áreas.

Em relação às empresas do N2 da GC, em apenas uma delas (7,69%) a mesma pessoa é presidente da empresa e do conselho e, da mesma forma que no NM, esta pessoa também é o principal acionista. Em 92,31% das empresas do N2 o presidente da empresa e do conselho são pessoas diferentes, e em 46,15% o presidente do conselho é o principal acionista (ou um dos três principais acionistas). Em 38,43% das empresas o

presidente é economista, administrador ou advogado, não sendo técnico na área de atuação da empresa, o que mostra uma preocupação em relação aos resultados financeiros. É o caso da Forja Taurus, uma indústria de armas onde o presidente é administrador e, da Celesc, empresa de energia, em que o presidente é advogado.

Black, Carvalho e Gorga (2010) realizaram um trabalho empírico para a economia brasileira, para uma amostra de 80 empresas⁵⁹, e observaram que em 71% das empresas o presidente do conselho e da empresa são pessoas diferentes. Balasubramanian, Black e Khanna (2009) realizaram um trabalho para a economia indiana⁶⁰ e observaram que em 10% da amostra o presidente da empresa e do conselho de administração é a mesma pessoa, e que o presidente do conselho quase sempre representa o acionista majoritário.

O tamanho do conselho e a presença de conselheiros independentes tornam-se relevantes para os investidores, pois podem mitigar eventuais problemas decorrentes da concentração do capital. Um conselho muito grande pode reduzir a agilidade das tomadas de decisão e um conselho muito pequeno pode concentrar o poder nas mãos do acionista majoritário (das famílias ou do indivíduo), aumentando a possibilidade de expropriação do acionista minoritário. Além disso, a presença de conselheiros independentes objetiva reduzir o risco dos acionistas minoritários (de expropriação por parte do acionista/gestor e/ou do acionista majoritário). Portanto, o tamanho do conselho e o seu perfil podem contribuir para reduzir os custos de agência.

Assim, o IBGC determina alguns critérios de boas práticas de GC para as empresas brasileiras em relação ao tamanho e a formação do conselho de administração. Segundo o instituto, o conselho deve ser composto por, no mínimo, 5 (cinco) e, no máximo, 11 (onze) membros. A legislação brasileira determina que 20% destes sejam independentes, e ressalta a importância de que haja representantes dos acionistas minoritários. Entende-se que esta exigência é muito baixa, sendo de fácil atendimento, pois em alguns casos, basta um membro independente para obedecer a legislação. Em outras economias em desenvolvimento, como a Índia, este critério é mais rigoroso. Balassubramanian, Black e Khana (2009), afirmam que a legislação indiana é mais

⁵⁹ Os autores realizaram um trabalho empírico por meio de questionários que foram encaminhados para todas as empresas de capital aberto que transacionam suas ações na Bovespa, no ano de 2005. Foram devolvidos 116 questionários, dos quais apenas 88 eram de empresas não-financeiras brasileiras privadas e apenas 80 estavam completos, assim, 8 empresas foram eliminadas.

⁶⁰ Os autores realizaram um trabalho semelhante ao de Black, Carvalho e Gorga (2010) para a economia brasileira. Enviaram questionários para todas as empresas de capital aberto que transacionam suas ações no Bombay Stock Exchange (formado por 506 empresas) para o ano de 2006. Apenas 370 questionários foram devolvidos e, destes, somente 295 estavam completos e eram empresas privadas indianas.

exigente em relação a GC que a brasileira e de outros países em desenvolvimento: 50% do conselho tem que ser formado por membros independentes quando o diretor da empresa é também o presidente do conselho, caindo para 33,33% quando estas posições são ocupadas por pessoas diferentes.

Em relação ao NM, em 76% das empresas o tamanho do conselho de administração varia entre 6 e 11 membros, como determinado pelo critério de qualidade do IBGC. Apenas duas empresas têm conselho com menos de 5 membros (uma familiar e outra controlada por indivíduo) e seis empresas (5,17%) possuem conselho com mais de 11 membros, sendo o menor composto por 4 membros e o maior por 15 membros (Tabela 24). Na média, o tamanho do conselho é de 7,6 membros, valor próximo ao encontrado por Black, Carvalho e Gorga (2010) de 6,8 membros para o ano de 2005, mostrando que o tamanho do conselho não variou muito ao longo do tempo, o que reflete a preocupação das empresas em relação a este quesito. Em 66,7% das empresas o tamanho do conselho varia entre 3 e 7 membros.

Tabela 24
Tamanho do Conselho de Administração das Empresas do NM Bovespa: 2012

Tamanho do Conselho de Adm. (membros)	Frequência Absoluta	Frequência Relativa
Menor do que 5	2	1,72%
Igual a 5	20	17,24%
Entre 6 e 11	88	75,86%
Maior do que 11	6	5,17%

Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

Para as empresas do N2 da GC, em 75,86% delas o conselho de administração varia entre 6 e 11 membros, e em 23,08% o conselho possui mais que 11 membros (Tabela 25). O menor conselho é formado por 6 elementos e o maior por 18, sendo a média igual a 9,6 conselheiros por empresa, valor superior ao encontrado para as empresas do NM e ao apresentado no trabalho de Black, Carvalho e Gorga (2010).

Tabela 25

Tamanho do Conselho de Administração das Empresas do N2 Bovespa: 2012

Tamanho do Conselho de Adm. (membros)	Frequência Absoluta	Frequência Relativa
Menor do que 5	0	0%
Igual a 5	0	0%
Entre 6 e 11	10	76,92%
Maior do que 11	3	23,08%

Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

Em relação aos conselheiros independentes, 7 (sete) empresas (6,03%) do NM não apresentaram informações sobre esta característica dos membros. Em quase 19% das empresas (22/116) deste segmento da GC, há apenas 1 (um) conselheiro independente, em 34,48% (40/116) há 2 (dois) membros independentes, em 16,38% (19/116) há 3 (três) membros independentes e em 23,28% (27/116) há mais de 3 (três) membros independentes (Tabela 26). Apenas 37,93% (44/116) das empresas possuem mais de 20% de conselheiros independentes, ou seja, mais que o determinado pela legislação do país. A média de conselheiros independentes é de 2,72 membros para as empresas do NM e a proporção de conselheiros independentes em relação ao total é de 35,90%.

Para as empresas do N2 da GC a média de conselheiros independentes é de 2,83, ligeiramente superior ao NM. Entretanto, 61,54% das empresas atendem apenas ao critério mínimo de 20% de membros independentes e somente 30,77% extrapolam o mínimo exigido por lei. A proporção de membros independentes é de 27,2%, valor inferior ao encontrado para as empresas do NM. Em relação aos representantes dos minoritários, 8 empresas (61,54%) não informaram se possuem este tipo de conselheiro e em 4 empresas (30,77%) há pelo menos um representante dos acionistas minoritários, sendo a média de representantes dos minoritários igual a 1 membro. Black, Carvalho e Gorga (2010) constataram que 38,75% das empresas não tinham conselheiros independentes, encontraram uma média de 1,58 membros independentes e observaram que 58% das empresas da amostra não tinham representantes dos minoritários. Gordon (2006) mostrou que os conselheiros independentes têm aumentado sua participação na economia norte-americana entre os anos de 1950 e 2005. Segundo este autor, em 1950 os conselheiros independentes representavam 22% dos membros do conselho, aumentando para 74% em 2005. Balassubramanian, Black e Khana (2009) observaram que 13% das empresas indianas não atenderam ao critério imposto por lei de que, no mínimo, 50% ou 1/3 dos conselheiros fossem independentes, sendo o número médio de

conselheiros independentes deste país igual a 4,35 e o tamanho médio do conselho igual a 8,27 membros. Segundo Cueto (2013), o tamanho médio para cinco países da América-Latina é de 8,32 membros no conselho de administração e 67% destes membros são independentes.

Tabela 26
Frequência da Participação dos Conselheiros Independentes e dos Minoritários nas empresas do Novo Mercado e do Nível 2 da GC da Bovespa: agosto de 2012

Frequência Absoluta	Nº de empresas do NM - Conselheiro Independente	Nº de empresas do N2 - Conselheiro Independente
Informação não disponível	7	1
Igual a 0	0	0
Igual a 1	22	2
Igual a 2	40	4
Igual a 3	19	3
Maior do 3	27	3

Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

O tamanho do conselho observado para o NM e o N2 é próximo ao encontrado em outros países do mundo e da América Latina, ao passo que os valores observados para o número de membros independentes são menores que os encontrados para outros países. Entretanto, nestes quesitos as empresas brasileiras obedecem à legislação e aos princípios de boas práticas de GC definidos pelo IBGC. Além disto, estes valores são superiores aos das empresas da Bovespa que não fazem parte do NM e do N2 da GC.

3.5.1 – Procedimentos do Conselho de Administração

A legislação brasileira não determina o número de reuniões presenciais do conselho de administração. De acordo com Black, Carvalho e Gorga (2010), os padrões internacionais de GC determinam que este conselho tenha entre 4 e 12 encontros presenciais ao ano. Em alguns países, como a Índia, há uma legislação específica em relação a este tema. Segundo Balasubramanian, Black e Khanna (2009) a legislação indiana exige pelo menos 4 encontros presenciais ao ano e que o intervalo entre elas não seja maior que 3 meses. Os autores observaram que as empresas de sua amostra realizaram 6 encontros, em média, no ano de 2006.

Em relação às 116 empresas do NM, apenas 5 não disponibilizaram informações sobre a quantidade de reuniões do conselho de administração, apenas 1,72% destas empresas realizaram menos de 4 encontros em 2011, 42,24% fizeram entre 4 e 12 encontros e 51,73% tiveram mais de 12 encontros. Na média, o conselho se reuniu 14 vezes no ano de 2011, sendo que o maior número de encontros foi 37 e o menor foi 1 encontro (Tabela 27).

Para as empresas do N2, apenas duas não disponibilizaram esta informação na Bovespa, apenas uma (7,69%) fez menos de 4 encontros, 30,77% realizaram entre 4 e 12 encontros e 46,16% tiveram mais de 12 encontros. O conselho se reuniu em média 15 vezes no ano de 2011, sendo que o maior número de encontros foi 25 e o menor foi de 3 (Tabela 28)

Tabela 27
Encontros do Conselho de Administração Empresas do NM: ano de 2011

Encontros do Conselho de Adm.	Frequência Absoluta	Frequência Relativa
Menor do que 4	2	1,72%
Entre 4 e 12	49	42,24%
Entre 13 e 20	43	37,07%
Mais que 20	17	14,66%
Sem informação	5	4,31%

Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

Tabela 28
Encontros do Conselho de Administração Empresas do N2: ano de 2011

Encontros do Conselho de Adm.	Frequência Absoluta	Frequência Relativa
Menor do que 4	1	7,69%
Entre 4 e 12	4	30,77%
Entre 13 e 20	3	23,08%
Mais que 20	3	23,08%
Sem informação	2	15,38%

Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

Assim, apesar de não haver uma legislação sobre este tema no Brasil, o valor médio das reuniões dos conselhos é próximo ao estabelecido pelos padrões internacionais de governança corporativa. A combinação entre o perfil observado para os membros do conselho de administração e o número de encontros, permite inferir que no Brasil aumenta-se a possibilidade de que os acionistas possuam maior participação

nas tomadas de decisão das empresas. Este resultado atende aos interesses dos investidores, principalmente os institucionais, como discutido no primeiro capítulo.

3.6 – Perfil do Conselho Fiscal

Os códigos de boas práticas de GC, como o da OCDE, estabelecem que as empresas devem possuir comitês de auditorias e, preferencialmente, com diretores e membros independentes. Como apontado por Black, Carvalho e Gorga (2010) este tipo de estrutura não é comum no Brasil, sendo o Conselho Fiscal, que é obrigatório, um substituto próximo. De acordo com os autores, a legislação brasileira permite que este conselho investigue os dados financeiros das empresas e seus conselheiros podem dar suas opiniões separadamente a respeito da posição financeira da empresa nas reuniões do conselho de administração.

O Conselho Fiscal pode ser independente ou não, sendo considerado independente apenas quando nenhum de seus conselheiros tenha relação com os principais acionistas. Este conselho deve possuir entre 3 e 5 membros e pode ser permanente ou temporário. O conselho temporário é formado quando o acionista minoritário, que detenha 10% das ações ordinárias ou 5% das preferenciais, assim o pedir, sendo mantido por um tempo determinado para a execução do trabalho e depois extinto, até que seus serviços sejam solicitados novamente.

No NM 13 empresas (11,26%) não possuem conselho fiscal em funcionamento, apesar da exigência legal, e uma não disponibilizou esta informação. Nas empresas que possuem este conselho (102) o número de membros varia entre 3 e 5, em 51% delas (52 empresas) o conselho é permanente, em 64,71% (66/102) o conselho fiscal é independente, e em 69,78% destas últimas (46/66) o conselho é permanente. Em todas as que têm este conselho, pelo menos um dos seus membros representa o acionista minoritário.

No N2, das 13 empresas da amostra 3 (23%) não tem informação sobre a existência deste, apenas 1 empresa (7,69%) declarou não ter tal conselho. Das 8 empresas em que tem este conselho (61,54% do total das empresas), seu tamanho varia entre 3 e 5 membros, em 50% destas (4/8) todos os membros são independentes e 75% (6/8) dos conselhos são permanentes.

Em seu estudo Black, Carvalho e Gorga (2010) observaram que 39% das empresas têm conselho permanente e 9% não possuem este conselho. Das empresas em

que há conselho permanente, em 91% delas havia pelo menos um representante dos minoritários e apenas 3 destas empresas (9%) possuíam um conselho totalmente independente. Segundo os autores, há uma limitação em relação ao funcionamento do conselho fiscal, pois a legislação permite que os detentores das ações preferenciais escolham pelo menos um membro do conselho, e o mesmo se aplica aos acionistas minoritários das ações ordinárias. Entretanto, o acionista majoritário das ações ordinárias tem o direito de escolher membros permanentes em número igual ao escolhido pelos minoritários mais um. Ou seja, caso o conselho não seja totalmente independente, o acionista majoritário terá controle sobre o mesmo e este poderá agir de maneira a atender aos interesses do acionista controlador.

3.7 – Disponibilidade das Informações

Em todas as empresas do NM e do N2 da GC os relatórios contábeis de 2011 foram aprovados por auditores independentes e externos, conforme determinado pela legislação brasileira. Estes auditores externos têm que ser trocados a cada cinco anos, não podendo retornar à empresa nos próximos três anos. A rotatividade tem como objetivo evitar excessiva proximidade entre o auditor e o gestor da empresa. De acordo com Black, Carvalho e Gorga (2010), esta regra é mais rígida que nos Estados Unidos, onde o mesmo auditor pode permanecer indefinidamente na empresa.

Todas as empresas disponibilizam no seu site uma área de Relacionamento com os Investidores, onde é possível obter informações sobre a governança corporativa (estrutura societária, membros do conselho, estatuto social, entre outros), relatórios contábeis e financeiros, atas de reuniões do conselho de administração, informações relevantes da empresa, entre outros⁶¹. Os relatórios contábeis seguem a legislação brasileira e apresentam as informações consolidadas e não consolidadas (individuais). Estas informações também podem ser encontradas no *site* da Bovespa, que também disponibiliza as cotações das ações destas empresas diariamente.

⁶¹ A maioria das empresas disponibiliza estas informações também em outras línguas (principalmente em Inglês, Espanhol e Francês).

3.8 – Política de Remuneração do Capital da Empresa

Como discutido no primeiro capítulo, a criação de valor ao acionista é um dos reflexos da financeirização. A nova Lei das Sociedades Anônimas do Brasil obrigou as empresas a informar como o valor adicionado está sendo distribuído entre a remuneração do capital próprio, de terceiros, do trabalho e o pagamento de tributos. Assim, obrigou as empresas a criar a conta da Demonstração do Valor Adicionado, que mostra a contabilidade social da empresa e sua contribuição para o crescimento da economia.

3.8.1 – Política de Remuneração do Capital Próprio

A legislação brasileira determina que, na ausência de um acordo de acionistas, as empresas de capital aberto devem distribuir, no mínimo, 25% do lucro líquido. As empresas do NM distribuíram em média, 29% do lucro líquido no período de 2009, valor superior ao exigido pela legislação (Tabela 29). O setor de serviços distribuiu 33% do lucro no ano de 2009 e 40% em 2011. A indústria distribuiu 17% dos lucros em 2009 e 47% em 2011.

Tabela 29
Distribuição de Dividendos em Razão do Lucro Líquido das Empresas do NM: 2009 a 2011

Setor da Economia	2009	2010	2011
Serviço	0,331	0,264	0,402
Comércio	0,186	0,201	0,302
Indústria	0,172	0,225	0,452
Agricultura	0,270	0,250	0,289
Empresas do NM	0,240	0,240	0,387

Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

Em relação às empresas do N2, estas distribuíram, em média, 42,5% do seu lucro entre os anos de 2009-2011, valor superior ao exigido pela legislação. O setor de serviços foi o que mais distribuiu o lucro líquido ao acionista, em média, 45% ao ano neste período, e a indústria distribuiu, em média, 20,6% ao ano, entre 2009-2011 (Tabela 30).

Tabela 30
Distribuição de Dividendos em Razão do Lucro Líquido das Empresas do N2 : de 2009 a 2011

Setor da Economia	2009	2010	2011
Serviço	0,410	0,540	0,410
Indústria	0,147	0,237	0,250
Empresas do N2	0,391	0,499	0,384

Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

Outra forma de analisar a distribuição de recursos ao acionista é observar sua participação relativa no valor adicionado da empresa (dividendos + juros sobre o capital próprio/valor adicionado). No NM, o setor de serviços foi o que mais distribuiu riqueza aos acionistas em relação ao valor adicionado, correspondendo, em média, a 22% do valor adicionado. Este índice aumentou ao longo dos anos para estas empresas, passando de 10,8% em 2009 para 13,6% em 2011 (tabela 31)

Tabela 31
Riqueza Distribuída ao Acionista em Razão do Valor Adicionado Total para as empresas do NM: período 2009-2011

Setor da Economia	2009	2010	2011
Serviço	0,240	0,193	0,226
Comércio	0,055	0,073	0,062
Indústria	0,074	0,077	0,091
Agricultura	0,030	0,156	0,063
Total Empresas do NM	0,108	0,108	0,136

Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

As empresas do N2 não apresentaram uma tendência clara em relação à parcela do valor adicionado distribuída ao acionista, aumentando ligeiramente entre 2009 e 2010 de 14,9% para 15,2%, e caindo em 2011 para 12,2% (Tabela 32). Esta queda deveu-se à redução na distribuição de dividendos, em valores monetários reais, em relação aos anos de 2009 e 2010. Em termos setoriais, enquanto o setor de serviços reduziu esta parcela de 15,6% para 12,4%, a indústria aumentou de 10% para 11,4%, de 2009 para 2011. Em média, esta razão foi de 14% ao ano no período.

Tabela 32
Riqueza Distribuída ao Acionista em Razão do Valor Adicionado Total para as empresas do N2: período 2009-2011

Setor da Economia	2009	2010	2011
Serviço	0,156	0,159	0,124
Indústria	0,099	0,102	0,114
Empresas do N2	0,149	0,152	0,122

Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

Um dos princípios de boas práticas de GC preconizado pelo IBGC é a clareza na política de distribuição de dividendos. No NM 48,28% das empresas (56 empresas) não mencionaram no acordo dos acionistas a porcentagem de dividendos a ser distribuída em 2011. Das 51,72% empresas (60 empresas) que estabeleceram uma política de dividendos, 11,67% (7/60) determinaram que a empresa tem que distribuir 25% do lucro líquido; 75% (45/60) tem que distribuir, no mínimo, 25% do lucro líquido; 6,67% (4/60) que tem que distribuir, no mínimo, entre 30% e 40% do lucro líquido; 1,67% (1/60) que tem que distribuir, no mínimo, 50% do lucro; 3,33% (2/60) que devem distribuir, no mínimo, 1%; e 1,67% (1/60) que deve distribuir, no mínimo, 5% do lucro líquido. Em relação à amostra total, 49,14% (47/116) das empresas distribuem 25% ou mais do lucro líquido aos acionistas.

No N2 da GC 61,54% (8/13) das empresas não fixaram a política de dividendos no acordo dos acionistas e uma delas não disponibilizou esta informação. Das empresas que estabeleceram esta política 75% (3/4) distribuem, no mínimo, 25% do lucro líquido e 25% (1/4) distribuem, no mínimo, 50% do lucro líquido. Considerando toda a amostra, 30,77% (4/13) das empresas distribuem, no mínimo, 25% do lucro líquido, acima do requerido pela legislação brasileira.

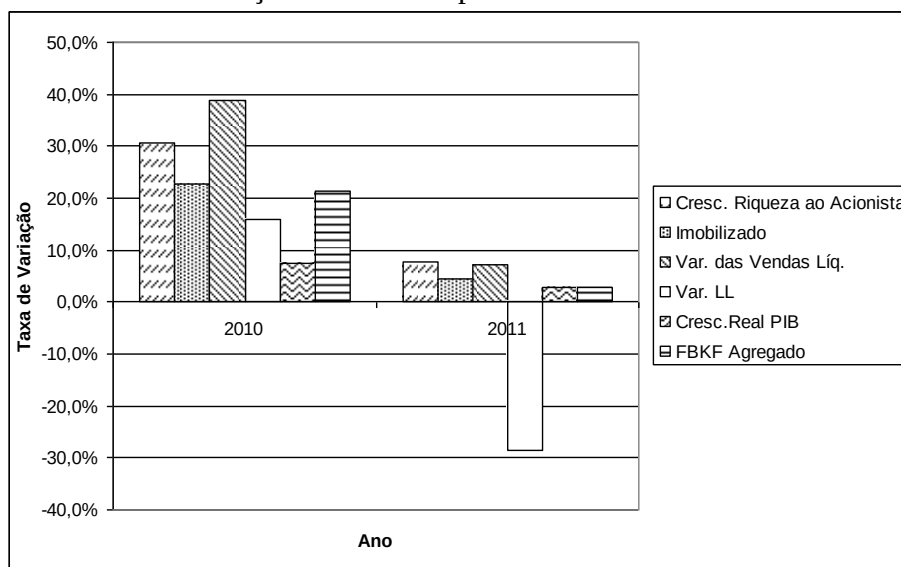
Ao analisar os valores monetários reais dos dividendos distribuídos pelas empresas do NM, entre 2009 e 2011, observa-se um crescimento da riqueza aos acionistas, que atingiu pouco mais de R\$9 bilhões em 2011. A taxa de crescimento real neste período foi em torno de 25%, bem superior ao aumento do PIB da economia no mesmo período. As empresas estrangeiras foram as que mais distribuíram riqueza ao acionista em 2011, aproximadamente R\$2,4 bilhões, seguidas das empresas familiares, que distribuíram em torno de R\$2,2 bilhões, e das empresas controladas pelo governo, com distribuição de quase R\$900 milhões. Para o conjunto das empresas do N2 as empresas que mais distribuíram riqueza foram as controladas pelo governo, em torno de R\$890 milhões, seguidas pelas controladas por indivíduo, R\$352 milhões, e pelas empresas familiares que distribuíram R\$36 milhões.

O gráfico 15 mostra que a taxa de variação da distribuição de riqueza ao acionista (dividendos e juros sobre o capital próprio) cresceu em torno de 30% em 2010, enquanto o imobilizado variou 23%, o PIB 7,5% e a FBKF da economia 21,4%. Esses dados mostram uma maior preocupação com o aumento na distribuição de riqueza aos acionistas que com o aumento da capacidade produtiva da empresa, característica que sugere o comportamento financeirizado das empresas. Já no ano de 2011, o crescimento

do PIB foi de apenas 2,7%, consequência da crise financeira internacional. Devido ao cenário de incerteza externa, as empresas reduziram o crescimento do imobilizado, que foi de apenas 4,4%, impactando negativamente a taxa da FBCF da economia que cresceu apenas 2,2%. Mas, mesmo neste cenário de crescimento mais lento da economia, as empresas do NM e do N2 aumentaram a taxa de crescimento da distribuição da riqueza do acionista em torno de 7,7%. Dado que as vendas cresceram apenas 7% (o custo da mercadoria vendida cresceu 7%) neste ano, a distribuição de juros sobre o capital próprio afetou negativamente o crescimento do lucro líquido, o qual teve uma variação negativa de quase 30%. Assim, esta política de distribuição de riqueza ao acionista teve impactos negativos sobre os gastos com imobilizado, indicando que as empresas preferem distribuir a investir, o que reflete uma das dimensões da financeirização.

Gráfico 15

Taxa de Variação Real da Distribuição de Riqueza ao Acionista, do Imobilizado Bruto, das Vendas Líquidas, do Lucro Líquido das Empresas do NM e do N2, do PIB e da Formação Bruta do Capital Fixo: 2010 a 2011



Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa e no Ipeadata

Considerando-se a proporção da riqueza gerada retida pela empresa (incluindo amortização, depreciação e exaustão), observou-se uma redução nas empresas do NM de 21,5% para 15% entre 2009 e 2011 (Tabela 33). Esta queda resultou de dois fatores: aumento da distribuição da riqueza para remunerar o capital dos acionistas e de terceiros. Para as empresas do N2 esta proporção aumentou, entre 2009 e 2011, de 11%

para 19,8%, devido, principalmente, à redução na distribuição de remuneração ao capital do acionista (Tabela 34).

Tabela 33
Proporção da Riqueza Mantida nas Empresas do NM: 2009-2011

Setor da Economia	2009	2010	2011
Serviço	0,310	0,317	0,241
Comércio	0,126	0,130	0,063
Indústria	0,175	0,156	0,040
Agricultura	-0,132	0,362	-0,152
Empresas do NM	0,215	0,224	0,150

Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

Tabela 34
Proporção da Riqueza Mantida nas Empresas do N2: 2009-2011

Setor da Economia	2009	2010	2011
Serviço	0,109	0,090	0,198
Indústria	0,125	0,169	0,167
Empresas do N2	0,110	0,089	0,198

Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

Do exposto, pode-se concluir que as empresas estão cada vez mais distribuindo sua riqueza e reduzindo o lucro retido, com consequências sobre sua taxa de crescimento de longo prazo, como observado no capítulo anterior. Vários fatores contribuíram para o aumento na distribuição de riqueza ao acionista: a) o ambiente econômico interno favorável em 2011, conjugado a uma taxa de câmbio valorizada, favoreceu o aumento da distribuição de recursos das empresas estrangeiras para suas matrizes, observando-se um aumento da distribuição da riqueza ao acionista; b) como apontado anteriormente, o aumento da distribuição da riqueza ao acionista ajudou o setor público alcançar sua meta de superávit primário; c) a legislação brasileira favorece a distribuição de dividendos e permite a remuneração do capital próprio (juros sobre o capital próprio); e d) a presença de investidores institucionais nas empresas pressiona os gestores a aumentar a distribuição de riqueza aos acionistas, principalmente em períodos de incerteza. A influência deste conjunto de condicionantes sobre a distribuição da riqueza para o acionista sugere que o ambiente macro-institucional brasileiro induz a uma aproximação da gestão das empresas à estratégia de “*downsizing* e distribuir”, em detrimento da estratégia “reter e investir”, apesar da concentração do capital e da propriedade. Assim, entende-se que a evolução da distribuição da riqueza ao acionista e a redução da proporção da da riqueza na empresa, por parte das empresas NM, é consistente com o processo de financeirização. Conclui-se também que na economia

brasileira este processo ocorre de forma diferenciada dos países desenvolvidos, devido a suas características institucionais específicas, tais como elevadas taxas de juros, baixo desenvolvimento do mercado de capitais, concentração do capital e propriedade e controle familiar, que resultam em um processo de financeirização adaptado a estas características.

3.8.2 – Política de Remuneração do Capital de Terceiros

Tanto para as empresas do NM quanto do N2, observa-se um aumento de quase 28% no endividamento (empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo) entre 2009 e 2011, com impactos sobre a distribuição da riqueza em favor dos credores. Para as empresas do NM, o comércio foi o setor que apresentou maior relação dívida total sobre o patrimônio líquido, em torno de 200%, sendo seguido pela indústria, uma relação de 170%, em média, para o período (Tabela 35). E, para as empresas do N2, o setor de serviços teve a maior relação da dívida em relação ao patrimônio líquido, em torno de 177%, ficando a indústria em segundo lugar, com 155% do patrimônio líquido (Tabela 36).

Tabela 35
Razão da Dívida Total sobre o Patrimônio Líquido (PL) para as empresas do NM:
período 2009-2011

Setor da Economia	2009	2010	2011
Serviço	1,416	1,416	1,338
Comércio	2,038	2,081	2,034
Indústria	1,684	1,717	1,737
Agricultura	1,140	1,171	1,216
Empresas do NM	1,567	1,614	1,596

Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

Tabela 36
Razão da Dívida Total sobre o Patrimônio Líquido (PL) para as empresas do N2:
período 2009-2011

Setor da Economia	2009	2010	2011
Serviço	1,777	1,775	1,838
Indústria	1,483	1,440	1,646
Empresas do N2	1,780	1,767	1,827

Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

Este aumento do endividamento resultou no aumento da distribuição da riqueza gerada na empresa em favor do credor. A razão entre pagamentos de juros sobre o

capital de terceiros e o valor adicionado, aumentou de 18,3% em 2009 para 26,2% em 2011 no NM e de 6,6% para 9,7% para as empresas do N2 (Tabelas 37 e 38).

Tabela 37
Razão entre Juros Pagos ao Capital de Terceiros e Valor Adicionado das Empresas do NM: período 2009-2011

Setor da Economia	2009	2010	2011
Serviço	0,089	0,104	0,156
Comércio	0,067	0,098	0,199
Indústria	0,259	0,277	0,359
Agricultura	0,504	0,117	0,158
Empresas do NM	0,183	0,190	0,262

Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

Tabela 38
Razão entre Juros Pagos ao Capital de Terceiros e Valor Adicionado das Empresas do N2: período 2009-2011

Setor da Economia	2009	2010	2011
Serviço	0,053	0,055	0,089
Indústria	0,168	0,097	0,141
Empresas do N2	0,0663	0,0604	0,0968

Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

Observando os índices de endividamento, estes não variaram muito no período, mesmo com o aumento da alavancagem destas empresas. Mas, o custo desta dívida foi crescente ao longo do tempo. Estas empresas estão destinando uma parcela maior da sua riqueza para pagamento de juros de capital de terceiros, tornando a sua estrutura patrimonial mais frágil do tipo Especulativa e *Ponzi*.

3.8.3 – Remuneração do Capital Próprio e de Terceiros

Mais de 26% da riqueza gerada pelas empresas do NM destinou-se ao pagamento de juros sobre o capital de terceiros. Somando-se a remuneração ao acionista e a remuneração ao capital de terceiros (considerando apenas a distribuição de juros) observou-se que 41% da riqueza foi distribuída a estas duas fontes de recursos. Quando considerou-se a distribuição da riqueza total para remunerar o capital próprio e o capital de terceiros, no NM observou-se que, em média, 31,67% da riqueza destinou-se a remunerar o capital próprio e 24% o capital de terceiros, ao passo que no N2 estes percentuais foram de 28,33% e 10%, respectivamente. Em relação aos trabalhadores observou-se que, em média, estes apropriaram-se de apenas 21,33% da riqueza gerada pelas empresas do NM e 13,83% da riqueza gerada pelas empresas do N2. Portanto,

verificou-se que a maior parcela da riqueza gerada pelas empresas destinou-se a remunerar o capital, próprio e de terceiros, permitindo concluir que as empresas brasileiras possuem elementos de financeirização.

A parcela da riqueza gerada destinada a remunerar o capital de terceiros, considerando juros e aluguel, apresentou um crescimento significativo entre 2009 e 2011, aumentando de 22% para 30,6% no NM e de 8,6% para 14,6% no N2. Em ambos o setor industrial foi o que mais distribuiu a riqueza a terceiros (tabelas 39 e 40).

Tabela 39
Remuneração do Capital de Terceiros em Relação ao Valor Adicionado para as Empresas do NM: período 2009-2011

Sector da Economia	2009	2010	2011
Serviço	0,105	0,121	0,187
Comércio	0,151	0,172	0,281
Indústria	0,294	0,293	0,388
Agricultura	0,664	0,255	0,204
Empresas do NM	0,220	0,224	0,306

Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

Tabela 40
Remuneração do Capital de Terceiros em Relação ao Valor Adicionado para as Empresas do N2: período 2009-2011

Sector da Economia	2009	2010	2011
Serviço	0,072	0,075	0,141
Indústria	0,196	0,125	0,177
Empresas do N2	0,086	0,081	0,146

Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

Tabela 41
Remuneração do Capital Próprio em Relação ao Valor Adicionado para as Empresas do NM: período 2009-2011

Sector da Economia	2009	2010	2011
Serviço	0,551	0,580	0,468
Comércio	0,181	0,203	0,126
Indústria	0,311	0,270	0,150
Agricultura	-0,103	0,535	-0,089
Empresas do NM	0,367	0,351	0,235

Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

No NM, a parcela da riqueza destinada a remunerar o capital próprio⁶² reduziu-se de 36,7% em 2009 para 23,5% em 2011 (tabela 41). Esta queda resultou da diminuição da riqueza retida na empresa e do aumento do pagamento de juros sobre o

⁶² A remuneração ao capital próprio inclui juros sobre o capital próprio, lucros e dividendos distribuídos e lucro retido.

capital de terceiros. Entretanto, apesar desta queda, a distribuição de riqueza ainda favorece os detentores do capital, próprio e de terceiros.

3.9 – Análise do Componente Principal das Empresas não-financeiras do Novo Mercado e do Nível 2 da GC da Bovespa

3.9.1 – Metodologia

A técnica de análise de componentes principais tem como objetivo explicar a estrutura de variância e covariância de um vetor aleatório composto por p -variáveis aleatórias, por meio de combinações lineares. Ou seja, transforma as p variáveis correlacionadas em um novo conjunto de variáveis não-correlacionadas entre si, chamadas de componentes principais. Este método permite reduzir o número original de variáveis, com perdas mínimas de informação.

Os índices obtidos neste método, $Z_1, Z_2, \dots, Z_p$, são combinações lineares das variáveis originais $X_1, X_2, \dots, X_p$ para os n indivíduos. Portanto:

$$\begin{aligned} Z_1 &= a_{11}X_1 + a_{12}X_2 + \dots + a_{1p}X_p \\ Z_2 &= a_{21}X_1 + a_{22}X_2 + \dots + a_{2p}X_p \\ &\vdots \\ Z_p &= a_{p1}X_1 + a_{p2}X_2 + \dots + a_{pp}X_p \end{aligned}$$

O que ocorre é uma transformação ortogonal de um conjunto de variáveis correlacionadas do vetor X (variáveis originais) para um conjunto de variáveis não-correlacionadas, passando de uma dimensão p para k (onde $k < p$). O primeiro componente (Z_1) mostra a maior variância dos valores observados, o segundo componente (Z_2) mostra a segunda maior variância, e assim por diante.

As variâncias são determinadas pelos autovetores da matriz de covariâncias e o primeiro componente é o maior autovalor. A matriz de covariância é simétrica e os elementos da sua diagonal principal são os valores das variâncias e covariâncias das variáveis originais.

3.9.2 – Amostra

A amostra é composta por 91 das 129 empresas do NM e do N2 da GC da Bovespa. Os dados econômicos e financeiros foram coletados nos relatórios contábeis não-consolidados destas empresas disponíveis na Bovespa para o ano de 2011, pois neste ano o número de empresas é maior. Foram descartadas empresas que não tinham todas as informações disponíveis e quando denominador era igual a zero, o que reduziu a amostra original. A amostra é composta por 39 empresas do setor de serviços, 40 do setor industrial, 9 do setor de comércio e 3 da agricultura (Quadros 2, 3, 4 e 5).

Quadro 2
Serviço: empresas por segmentos

Empresas	Segmento
Copasa; Sabesp	Água e Saneamento
Mills; PDG Realt	Construção e Transporte/Construção Civil
Ecorodovias; OHL Brasil	Exploração de Rodovias
CSU Cardsyst; Valid	Diversos
Anhanguera; Estácio Part; Kroton	Educação
CPFL Energia; Eletropaulo Energias BR; Equatorial; Light S/A; Redentor; Renova; Taesa	Energia Elétrica
Aliansce; BHG; Br Malls Par; Br Propert; Brasilagro; CC Des Imob; Iguatemi; Lopes Brasil; Sierra Brasil; Multiplan	Exploração de Imóveis
Time For Fun	Lazer
ALL; LOG-IN; Tegma	Logística
TOTVS	Programas e Serviços
Fleury; Odontoprev; Tempo Part	Saúde e Outros
Santos Brp	Serviço de Apoio e Armazenagem
Bematech	Tecnologia da Informação

Quadro 3
Comércio: empresas por segmentos

Empresas	Segmento
B2W Varejo; Hypermarchas; Lojas Marisa; Lojas Renner; Magaz. Luiza	Varejo
BR Pharma; RaiaDrogasil	Comércio de Medicamentos
IMC Holdings	Alimentos, Bebidas e Fumo
Localiza	Comércio Diverso

Quadro 4
Agricultura: empresas por segmentos

Empresas	Segmento
Renar	Alimentos, Bebidas e Fumo
SLC Agrícola; V-AGRO	Agricultura

Quadro 5
Indústria: empresas por segmentos

Empresas	Segmento
Abril Educa; Saraiva	Consumo Cíclico/Jornais. Livros e Revistas
Arezzo Co; Cia Hering; Grendene; Le Lis Blanc	Calçados, Têxtil, Vestuário e Couro
AutoMetal	Material De Transporte
BRFoods	Alimentos, Bebidas e Fumo
Cosan	Alimentos Processados / Açúcar e Alcool
Eztec; CR2; Cyre Com-Ccp; Cyrela Realt; Direcional; Helbor; Jhsf Part; MRV; Rodobensimob; Rossi Resid; Tecnisa; Trisul	Construção Civil
Cremer	Medicamentos e Outros
Duratex	Madeira
Embraer	Material Aeronáutico
Eternit	Materiais de Construção
Fibria	Papel e Celulose
Forja Taurus	Armas
Weg	Máquinas e Equipamentos
Metal Leve	Material de Transporte
JBS; Marfrig	Alimentos
Magnesita; Providencia	Diversos
MMX Miner	Mineração
Paranapanema	Siderurgia e Metalurgia
Positivo INF.	Computadores e Equipamentos
Ultrapar; Unicasa	Químicos

Tabela 42
Componente Principal

Component	Eigenvalue	Difference	Proportion	Cumulative
Comp1	.532281	.340504	0.5324	0.5324
Comp2	.191778	.0257525	0.1918	0.7243
Comp3	.166025	.107793	0.1661	0.8903
Comp4	.058232	.0303013	0.0582	0.9486
Comp5	.0279306	.0133535	0.0279	0.9765
Comp6	.0145772	.00716236	0.0146	0.9911
Comp7	.00741479	.00664853	0.0074	0.9985
Comp8	.000766262	.0000353029	0.0008	0.9993
Comp9	.000730959	.000730749	0.0007	1.0000
Comp10	2.09529e-07	.	0.0000	1.0000

Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

Tabela 43
Componentes Principais das Empresas do NM e do N2

Variable	Comp1	Comp2	Comp3
Receita Fin./AT	0.0123	0.0086	-0.0145
Vendas/AT	0.5151	0.6936	-0.0031
AT.Prod/AT	0.3501	0.1522	-0.1154
Remun.Trab/VA	0.1278	-0.0396	-0.4158
Trib./VA	0.1597	0.1556	-0.1213
Remun.KT/VA	0.1169	-0.4380	-0.0919
Remun.KP/VA	-0.4044	0.3216	0.6290
ROE	-0.0151	0.1350	0.1324
ROA	-0.0229	0.0420	0.0558
End. Total/PL	0.6263	-0.3932	0.6116

Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

Onde:

- 1) Receita Fin. /AT : receita financeira dividida pelo Ativo Total, explica quantas vezes o Ativo Total gira em razão da receita financeira;
- 2) Vendas/AT: receita líquida da venda de bens e serviços dividida pelo Ativo Total, ou seja, quantas vezes o ativo gira em função das vendas;
- 3) AT.PROD/AT: ativo produtivo (ativo total, caixa, aplicações financeiras de curto e longo prazo e investimentos) dividido pelo Ativo Total, ou seja, quanto do ativo total está aplicado em ativos produtivos;
- 4) IMOB/AT: Imobilizado dividido pelo Ativo Total
- 5) REM.Trab./VA: remuneração do trabalho (incluindo os encargos) dividida pelo valor adicionado, ou seja, quanto da riqueza produzida pela empresa é distribuída ao trabalhador;

- 6) $TRIB./VA$: razão entre os tributos pagos pelas empresas e o valor adicionado, ou seja, quanto da riqueza é destinada ao pagamento de tributos;
- 7) $REM.KT/VA$: remuneração do capital de terceiros (juros pagos ao capital de terceiros mais aluguel) em razão do valor adicionado, ou seja, quanto da riqueza está sendo alocada para a remuneração dos capital de terceiros (dívida e aluguel);
- 8) $Rem.KP/VA$: remuneração do capital próprio (juros sobre o capital próprio, dividendos distribuídos, lucro e prejuízo retido) em razão do valor adicionado, ou seja, quanto da riqueza está sendo distribuída ao capital próprio interno e externo;
- 9) ROE : retorno sobre o Patrimônio Líquido, ou seja, $Lucro\ Líquido / Patrimônio\ Líquido$
- 10) ROA : retorno sobre o Ativo Total, ou seja, $Lucro\ Líquido / Ativo\ Total$
- 11) $End.\ Total / PL$: Endividamento Total (dívida de curto e longo prazo e debêntures de curto e longo prazo). Alavancagem.

3.9.3 – Análise dos Resultados:

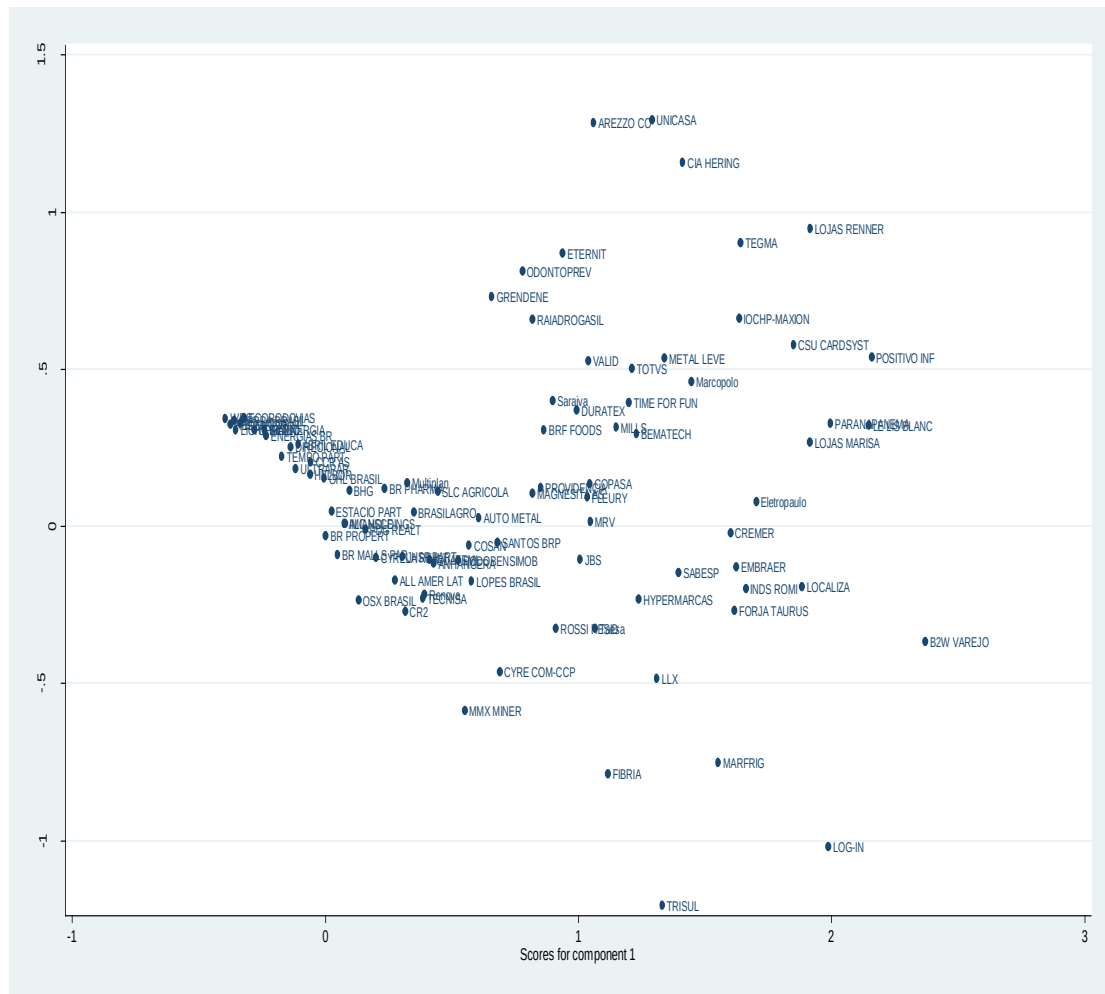
O primeiro componente explica 53,24% da variância das variáveis, enquanto o segundo componente sozinho explica 19,18% e no acumulado os dois componentes explicam 72,43%. O terceiro componente sozinho explica 16,61% e 89,03% no acumulado (tabela 42). Em relação ao Primeiro Componente, os coeficientes positivos de maior grandeza são a razão entre Endividamento Total sobre Patrimônio Líquido e Vendas sobre Ativo Total. E o coeficiente negativo de maior grandeza é a razão entre a Remuneração do Capital Próprio e o Valor Adicionado. Pode-se caracterizar este componente como aquele relacionado à alavancagem financeira da empresa, ou seja, a empresa se endivida para financiar as vendas. Pode ser que as empresas tenham recorrido ao mercado financeiro e se endividado a uma taxa de juros mais baixa para financiar os clientes a uma taxa superior. Assim, a ampliação do endividamento permitiu financiar as vendas da empresa. Por outro lado, as empresas que não se endividaram, remuneraram o capital próprio (dado pelo índice $Rem.KP/VA$). O Componente 1, contrapõe empresas que privilegiam se endividar para financiar as vendas ($End.\ Total / PL + Venda / AT$) àquelas que remuneram o capital próprio ($Remun. KP/VA$).

Em relação ao segundo componente, os índices positivos são razão das vendas sobre o ativo e remuneração do capital sobre o valor adicionado. Pode-se caracterizar este componente como a Distribuição da Riqueza gerada pelas empresas. As vendas

sobre o Ativo Total têm como finalidade criar riqueza para remunerar o capital próprio, seja para distribuir juros ou dividendos ou lucro retido para financiar o crescimento de longo prazo da empresa. E as empresas que remuneram o capital de terceiros são as aquelas alavancadas (endividamento total sobre o patrimônio líquido). O Componente 2 pode mostrar as duas principais fontes de financiamento de longo prazo das empresas, de um lado Vendas (Vendas/AT) e Remuneração do Capital Próprio (lucro retido) e do outro Remuneração do Capital de Terceiros e alavancagem.

O terceiro componente os índices positivos são Remuneração do Capital Próprio sobre Valor Adicionado e Endividamento sobre o Patrimônio Líquido. Neste caso, as empresas estão reduzindo o excesso de caixa livre com o uso da dívida e também através da distribuição de juros sobre o capital próprio e dividendos. Este tipo de política é justificada pela teoria das Agências, pois o uso de dívida ou a distribuição de dividendos reduz o excesso de caixa livre, minimizando os custos de agência e aumentando o valor de mercado das empresas. Além disto, a distribuição de dividendos aumenta a riqueza do acionista e o retorno das ações. Assim, a remuneração do capital próprio ocorreu por meio de alavancagem. Em outras palavras, a remuneração do capital próprio foi financiada pelo capital de terceiros. E o índice negativo é Remuneração do Trabalho sobre o valor adicionado. Assim, o Componente 3 contrapõe a Remuneração do Capital Próprio por meio de alavancagem e a Remuneração do Trabalhador.

Gráfico16
Componente 1 e 2



Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

As empresas que estão no primeiro quadrante, apresentaram os componentes 1 e 2 positivos. Isto significa que elas se endividaram para financiar as suas vendas, e a principal fonte da remuneração do capital próprio ocorre através das vendas. Empresas como Arezzo e Unicasa destacaram-se no componente 2, tendendo a remunerar mais o capital próprio, e são menos alavancadas para financiar suas vendas. Já empresas como Lojas Renner, Positivo e Lojas Marisa mostraram uma tendência a se endividar para financiar suas vendas.

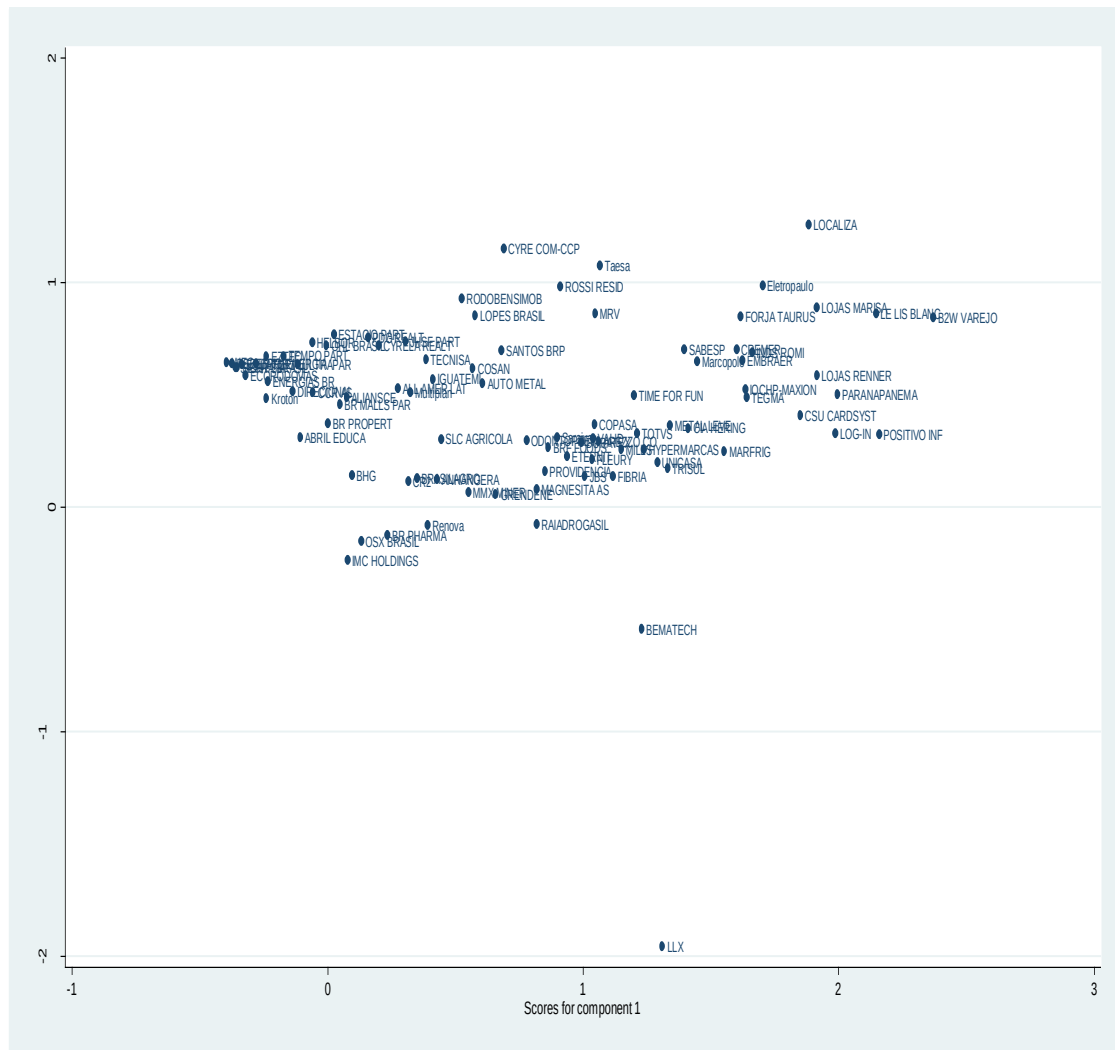
As empresas que se encontram no segundo quadrante são aquelas que apresentaram o componente 1 positivo e o componente 2 negativo, isso significa que as empresas se endividaram para financiar suas vendas, e uma das fontes de financiamento do capital da empresa, neste caso, é o capital externo. Assim, quanto maior a alavancagem, maior a parcela da riqueza destinada a remunerar capital de terceiros. Destacou-se a empresa Log-in, melhor posicionada em relação aos dois componentes

neste quadrante. A empresa Trisul se destaca no Componente 2, apresentando maior endividamento e remunerando mais o capital de terceiros. Já a empresa B2W Varejo destaca-se no Componente 1, se endividando para financiar suas dívidas.

No terceiro quadrante os dois componentes apresentam-se negativos, caracterizando empresas que tenderiam a remunerar os recursos do seu financiamento, sejam eles capital próprio ou de terceiros. Não foram encontradas empresas com estas características na amostra. E, as empresas localizadas no quarto quadrante estão posicionadas negativamente em relação ao componente 1 e positivamente em relação ao componente 2, isto significa que elas privilegiam a remuneração do capital próprio.

Observando o gráfico que relaciona o componente 1 com o componente 3, nota-se que as empresas tendem a se posicionar, de forma predominante, positivamente em relação aos dois componentes em análise. O que significa que tais empresas estão voltadas à remuneração do capital próprio e usam o endividamento para isto, o que confirma que a maioria das empresas da amostra são dominadas pelas finanças e voltadas a criar riqueza aos acionistas. Destacaram-se a Localiza, a Lelis Blanc e a B2W Varejo.

Gráfico17
Componente 1 e 3



Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na Bovespa

Como mostramos neste capítulo, as empresas do NM tendem a ter uma menor concentração de capital quando comparada com as outras empresas que estão em outros mercados da Bovespa. Mas, na média, o capital é mais concentrado que nas economias anglo-saxãs. Porém, certas práticas de governança corporativa destas empresas estão alinhadas com o movimento de governança voltado à maximização da riqueza dos acionistas, como: *tag along* de 100% para as empresas do NM, tamanho e formação do conselho de administração próximos do que é considerado como boa prática de governança pela OCDE, e informações contábeis disponíveis de forma padronizada e auditadas por agentes independentes. Além disso, observou neste período um aumento

da distribuição da riqueza aos acionistas em relação ao valor adicionado, impactando o lucro retido na empresa.

As práticas de governança analisadas mostram que há uma convergência por parte das empresas do NM e do N2 às boas práticas de governança, uma das características do processo de financeirização. É importante salientar que esta convergência pode não ser completa, devido à estrutura macro-institucional da economia brasileira ser diferente da observada nos países desenvolvidos, que afeta as decisões das empresas. O modelo de governança mais adequado às empresas depende de fatores institucionais, tais como a legislação do país, os fatores culturais, os hábitos, o ambiente macroeconômico, a estrutura de propriedade e controle, o grau de concentração do capital, o estágio de desenvolvimento tecnológico, etc. Conclui-se que as empresas brasileiras são dominadas pelas finanças, mas de uma forma adaptada a seu contexto macro-institucional. A financeirização da economia brasileira não é idêntica a da economia norte-americana ou do Reino Unido, pois foi adaptada a condicionantes não observados nestes países, tais como: estrutura de capital e de propriedade concentradas, estrutura familiar e ambiente macroeconômico de um país em desenvolvimento, com restrições no balanço de pagamentos e volatilidade de capital, que impactam significativamente o mercado de capitais e o valor de mercado das empresas brasileiras.

CONCLUSÃO

O objetivo desta tese foi analisar o impacto da financeirização da economia brasileira sobre as empresas não-financeiras de capital aberto entre 1995 e 2012, e como este processo ampliou a fragilidade micro e macroeconômica. Para isto foi realizado um estudo teórico e empírico utilizando dados econômicos e financeiros disponíveis nos relatórios contábeis destas empresas, informações sobre a estrutura de controle e de propriedade e uma análise do componente principal. Para explicar o ciclo econômico e o aumento da fragilidade utilizou-se o marco teórico dos economistas regulacionistas e pós-keyneisanos.

A financeirização pode ser entendida como um novo regime de acumulação, em que as atividades produtivas são subordinadas às finanças. Este processo impõe a maximização da riqueza do acionista como forma mais eficiente de governança corporativa, mudando o foco do gestor para resultados de curto prazo. Neste modelo, as empresas aumentam suas atividades financeiras e a distribuição de dividendos aos acionistas, reduzindo os recursos disponíveis para o investimento produtivo. Sob esta estrutura de governança, as empresas elevam seu grau de endividamento, o que modifica sua estrutura patrimonial, tornando-a mais frágil, no sentido deste conceito para Minsky (1986).

A restrição externa da economia brasileira, na década de 1980, levou a uma política de ajustamento que provocou a deterioração das contas públicas, o aumento da dívida pública, a aceleração inflacionária, a queda da formação bruta do capital fixo e da taxa de crescimento econômico. Neste ambiente de incerteza, para reduzir sua exposição ao risco e proteger sua estrutura patrimonial, as empresas elevaram a taxa de *mark-up*, reduziram o endividamento e deslocaram parte da sua riqueza para aplicações financeiras, principalmente títulos da dívida pública indexados, mudando o foco das empresas para resultados de curto prazo, impactando negativamente o investimento produtivo privado. Este comportamento patrimonialista, que deslocava recursos do investimento produtivo para atividades financeiras, aumentou a importância destas atividades no processo de acumulação. A alta rentabilidade das aplicações financeiras promoveu a subordinação do setor produtivo às finanças, configurando-se o início do processo de financeirização da economia brasileira.

As mudanças econômicas e institucionais a partir do final da década de 1980 contribuíram para criar um ambiente propício à ampliação da financeirização. As

alterações macro-institucionais, como a liberalização financeira e comercial, a estabilização dos preços e as privatizações, aliadas às inovações financeiras, afetaram a estrutura de capital, o padrão de financiamento e a gestão das empresas não-financeiras.

A discussão sobre as empresas não financeiras entre 1995 e 2008, com base na análise da amostra apresentada no segundo capítulo, pode ser feita em três fases distintas. A primeira, de 1995 a 1998, foi marcada pela intensificação das medidas neoliberais postuladas pelo Consenso de Washington, o retorno do país ao fluxo voluntário de capitais - cujo destino principal foi aplicação em portfólio - e a estabilização dos preços. A manutenção de elevadas taxas de juros, no intuito de atrair moeda estrangeira para financiar os sucessivos déficits em transações correntes, induziu as empresas a manter um nível de endividamento baixo. Neste período, as empresas utilizaram principalmente o lucro retido e a emissão de ações para financiar seu crescimento de longo prazo, e aumentaram a distribuição de riqueza ao acionista e os gastos com recompra de ações, o que impactou negativamente a formação do imobilizado, havendo uma redução da participação do imobilizado no ativo permanente.

Entre 1999 e 2003, ocorreu uma redução do fluxo de capital externo, o que modificou a estrutura de capital e o padrão de financiamento das empresas não-financeiras. A partir de 2000 os recursos próprios internos e a dívida foram suas principais fontes de financiamento, aumentando seu endividamento. A crise financeira de 1998, que resultou na desvalorização do real frente ao dólar, tornou as empresas brasileiras relativamente mais baratas, favorecendo sua aquisição pelos investidores estrangeiros. O processo de fusões e aquisições que se seguiu, aliado às privatizações, alterou a estrutura de propriedade e controle das empresas, as quais passaram para o controle do capital privado nacional e estrangeiro. A recuperação do *mark-up* e o crescimento das vendas permitiu às empresas elevar a distribuição de riqueza aos acionistas, principalmente entre 1999 e 2001. Em contraposição, a taxa de variação do imobilizado alternou entre crescimento e queda, caracterizando uma política do tipo “*stop and go*”.

O período de 2004 a 2008 foi marcado por um novo influxo de capital externo, com impactos positivos sobre o valor de mercado das empresas. Esta valorização permitiu que as razões entre a dívida total e o ativo total, e entre a dívida total e o patrimônio líquido, se mantivessem constantes até meados de 2008, mesmo com o aumento do endividamento. A manutenção do *mark-up*, conjugada ao crescimento das vendas, possibilitou o aumento da distribuição de riqueza aos acionistas e do gasto com

recompra de ações, sem afetar negativamente a taxa de crescimento do imobilizado líquido, até a crise financeira de 2008. Neste período houve um ciclo de crescimento do tipo “*finance-led*”, como também apontado por Bruno *et al* (2011). O crescimento “*finance-led*” aumentou a fragilidade minskyana das empresas não-financeiras, devido ao aumento do passivo em sua estrutura patrimonial, apesar deste aumento não se refletir nos índices de endividamento. Em meados de 2008, a crise financeira internacional provocou uma reversão das expectativas, levando à saída de capital estrangeiro do mercado de capitais brasileiro e à restrição de recursos ao país, o que reduziu o valor de mercado das empresas e aumentou as relações entre capital de terceiros e ativo, e capital de terceiros e patrimônio líquido, além de pressionar a taxa de câmbio. As despesas financeiras destas empresas cresceram quase 80%, em relação a 2007, consequência do alto endividamento e do pagamento de juros sobre capital próprio. Neste cenário de instabilidade, houve um aumento real de 16% na distribuição dos dividendos, em relação ao ano anterior, enquanto a variação do imobilizado líquido no mesmo período foi de apenas 10%, mostrando que a prioridade destas empresas foi a remuneração dos acionistas e não expansão do investimento produtivo.

Ao longo do período de 1995 a 2008 houve um aumento da taxa de rentabilidade do capital, do valor econômico das empresas (q de Tobin), da distribuição da riqueza ao acionista e da prática de recompra de ações, principalmente em momentos de instabilidade do mercado de capitais. Nestes anos, observou-se também uma redução da taxa de retenção do lucro, o que resultou em um crescimento mais lento do imobilizado. Estes fatores evidenciam uma mudança na governança das empresas não-financeiras no sentido de criar riqueza ao acionista, o que promoveu uma alteração na gestão, com o enfraquecimento da política de “reter e investir” e o fortalecimento da estratégia de “*downsizing* e distribuir”. A queda da razão entre imobilizado e ativo, em contraposição ao crescimento das aplicações financeiras em razão do ativo circulante, observados ao longo do período, são indicadores que evidenciam que há um processo de financeirização nestas empresas, pois traduzem uma importância crescente das finanças em seu processo de acumulação. Ao subordinar as decisões produtivas à rentabilidade do setor financeiro, este novo regime de acumulação contribuiu para a baixa taxa de crescimento da economia brasileira no período analisado, que foi menor que nas décadas de 1970 e 1980.

Os resultados encontrados no terceiro capítulo mostraram que o capital das empresas do NM é menos concentrado que nos demais segmentos da Bovespa, o que

pode estar associado às exigências mais rígidas deste nível de governança, que dificultam a concentração do capital. A análise das empresas não financeiras do NM e do N2, mostrou que há uma convergência na governança destas empresas ao movimento de maximização da riqueza do acionista. Esta convergência foi corroborada pelos seguintes fatos: a) em sua maioria, os conselhos de administração possuem membros independentes; b) o tamanho destes conselhos está alinhado às boas práticas de governança apresentadas pela OCDE; c) há uma política clara de distribuição de dividendos; d) entre 2009 e 2011 houve um aumento na distribuição de riqueza ao acionista, com impactos negativos sobre a formação do imobilizado; e) a análise do componente principal mostrou que parte desta remuneração ao capital próprio foi financiada com capital de terceiros. Isto mostra que o aumento do endividamento no período de 2010-2011 não foi apenas para financiar a atividade produtiva, o que pode comprometer a geração de fluxo de caixa futuro e resultar em uma estrutura financeira mais frágil, no sentido de Minsky (1986). Esta estratégia alinha-se ao proposto pela Teoria das Agências, fundamentação teórica para o *shareholder value*, pois a redução do excesso de caixa livre contribui para diminuir os custos de agência e elevar o valor de mercado das empresas; f) No nível mais alto de governança, há apenas uma classe de ação (política de uma ação um voto) e *tag along* de 100%, o que reduz o risco de expropriação do acionista minoritário e possibilita o aumento de sua participação nas decisões das empresas.

Os resultados encontrados no segundo e terceiro capítulos mostram que a governança corporativa das empresas não-financeiras de capital aberto está voltada à criação de riqueza ao acionista. Porém, devido às diferenças macro-institucionais, que determinam diferentes regimes de acumulação, o processo de financeirização no Brasil diferencia-se do observado nas economias anglo-saxônicas. A convergência ao movimento de maximização da riqueza dos acionistas das empresas não-financeiras do NM e do N2 foi protagonizada por empresas com estrutura de capital e controle mais concentrados que na economia norte-americana, em um mercado de capitais pouco desenvolvido em relação aos países anglo-saxões, sem acesso por grande parte da população, e que enfrenta restrição de crédito e de balanço de pagamentos.

A interação e a interdependência entre as esferas micro e macroeconômica traduzem-se nos efeitos de retroalimentação dos fenômenos micro e macroeconômicos. As decisões de financiamento e de investimento das empresas podem afetar o crescimento de longo prazo e a política macroeconômica do país, sendo um dos canais

pelos quais as escolhas micro afetam o ambiente macroeconômico. Além disso, em uma economia liberalizada, o comportamento da taxa de câmbio torna-se dependente do desempenho do mercado de capitais. Por outro lado, a liberalização financeira também conduz à fragilidade macroeconômica que, por sua vez, afeta as decisões e a fragilidade em nível micro. O influxo de capital externo provoca a valorização dos ativos financeiros, induzindo as empresas a expandir o investimento. Neste cenário, as empresas aumentam o passivo em sua estrutura patrimonial, com objetivo de financiar o crescimento, resultando em um ciclo de crescimento do tipo “*finance-led*”. A reversão das expectativas promove a interrupção de capital externo ao país e os investidores liquidam suas posições no mercado de capitais, provocando uma desvalorização dos ativos financeiros e pressionando o mercado de divisas. Se a deflação dos ativos for rápida, as perdas de capital serão elevadas, aumentando a probabilidade de falência, como apontado por Aglietta (2004a). Para evitar a fuga de capital, o governo aumenta a taxa de juros, o que induz os investidores a alterar seu portfólio em favor de títulos públicos, provocando um aumento no déficit público e afetando ainda mais o valor de mercado das empresas. Para proteger a estrutura patrimonial dos investidores e a rentabilidade de suas ações, as empresas aumentam a remuneração do capital próprio, restringindo o investimento produtivo, aumentando a incerteza em relação à taxa de crescimento da economia. Assim, o próprio processo de crescimento em uma economia financeirizada cria os mecanismos para a ocorrência de crises financeira e econômica.

As mudanças institucionais observadas no Brasil nas últimas décadas foram induzidas pelo capital financeiro para atender a seus interesses, o que permitiu o desenvolvimento do processo de financeirização da economia. A liberalização financeira reforçou a dependência do país em relação ao fluxo de capital externo e sua fragilidade em nível micro e macroeconômico. As várias crises financeiras dos últimos anos, as desvalorizações da moeda nacional, o baixo crescimento do investimento produtivo das empresas e da taxa de formação bruta do capital fixo, resultam deste processo. Estes eventos corroboram o aumento da fragilidade.

No primeiro capítulo nós discutimos como o processo de financeirização afeta a gestão e a governança das empresas não-financeiras, subordinando as atividades produtivas às finanças. Assim, tem-se uma mudança na gestão da empresa de “reter e investir” para “*downsizing* e distribuir”, o gestor passa a buscar resultados de curto prazo, em detrimento do longo prazo, e ocorre o movimento de maximização da riqueza do acionista como forma de melhor governança corporativa. Estas mudanças afetam o

crescimento de longo prazo das empresas e aumentam a sua fragilidade. Para mostrar como este processo aumenta a fragilidade da economia, utilizamos o arcabouço teórico dos regulacionistas franceses e pós-keynesinos, o que permitiu um avanço nesta discussão.

No segundo capítulo nós realizamos uma discussão sobre a condução do processo de financeirização na economia brasileira. Mostramos que o ambiente macro-institucional afetou a gestão das empresas não-financeiras, as quais aumentaram as atividades rentistas patrimonialistas, trazendo a discussão da financeirização para o nível microeconômico. O comportamento rentista na década de 1980 marcou o início do processo de financeirização da economia. As reformas institucionais do período seguinte, aliadas à experiência adquirida pelas empresas não-financeiras ao longo desta década, contribuíram para o aprofundamento da financeirização. E os anos 1990-2008, através da análise dos dados contábeis e financeiros das empresas não-financeiras de capital aberto observamos que o padrão de financiamento das empresas brasileiras tende a convergir ao padrão dos países anglo-saxão e um alinhamento destas empresas ao movimento de maximização da riqueza do acionista, uma das dimensões do processo de financeirização. Concluímos, também, que o processo de financeirização da economia brasileira se difere da economia anglo-saxã. No Brasil, este processo assumiu um caráter específico, o qual esteve relacionado ao aumento do endividamento público e na indexação da economia, o que permitiu um comportamento rentista-patrimonialista. Portanto, a financerização da economia brasileira afetou a gestão destas empresas. Sendo estas as principais contribuições deste capítulo.

No terceiro capítulo nós realizamos um estudo para as empresas não-financeiras do Novo Mercado e do Nível 2 da governança corporativa da Bovespa, com o objetivo de determinar se estas empresas convergem aos preceitos da governança voltada à criação da riqueza do acionista. Assim, observamos a estrutura de capital e controle destas empresas, os mecanismos de governança adotados por elas, tais como: política de remuneração do capital, formação e perfil do conselho de administração, número de encontros presenciais deste conselho, disponibilidade das informações contábeis e financeiras. Além disto, realizamos um estudo do componente principal. Os resultados mostraram que estas empresas são dominadas pelas finanças, mas diferenciando-se do processo observado na economia norte-americana, devido às diferenças macro-institucionais dos países. A contribuição deste capítulo está associada aos resultados empíricos encontrados. Assim, esta tese contribuiu ao avançar na discussão dos

impactos da financeirização na gestão e na governança das empresas financeiras de capital aberto no Brasil e até onde sabemos, os resultados encontrados nesta tese são inéditos.

REFERÊNCIAS

AGLIETTA, M. **Macroeconomia Financeira**: mercado financeiro, crescimento e ciclos. v. 1. São Paulo: Loyola. 2004a. 125 p.

AGLIETTA, M. **Macroeconomia Financeira**: crises financeiras e regulação monetária. v. 2. São Paulo: Loyola, 2004b. 116 p.

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

AGRAWAL, A.; JAFFE, J. F.; MANDELKER, G. N. The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: a re-examination of an anomaly. **The Journal of Finance**, v. 42, n. 4, p. 1605-1621. 1992.

AGRAWAL, A.; JAFFE, J. F. **The Post-Merger Performance Puzzle**. Stamford: JAI Press, 1999. 59 p. Disponível em: <<http://bama.ua.edu/~aagrawal/post.pdf>>. Acesso em: 5 jan. 2011.

AGUIAR, A.; CORRAR, L., J.; BATISTELLA, F. D. Adoção de Práticas de Governança Corporativa e o Comportamento das Ações na Bovespa: evidências empíricas. **RAUSP**, v.39, n.4, p. 338-347. 2004.

ALBANEZ, Tatiana; VALLE, Maurício Ribeiro do. Impactos da Assimetria de Informação na Estrutura de Capital das Empresas Abertas. **Revista de Contabilidade e Finanças**. São Paulo: USP, v. 20, n. 51, p. 6-27. 2009. set./dez.

ALDRIGHI, D. M. e MAZZER NETO, R. Evidências sobre as Estruturas de Propriedade de Capital e de Votos das Empresas de Capital Aberto no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v.61, p.129-152, 2007.

ALDRIGHI, D. M. e MAZZER NETO, R. Estrutura de Propriedade e de Controle das Empresas de Capital Aberto no Brasil. **Revista de Economia Política**, v.25, p.115-137, 2005.

ARROW, K. J. The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk Bearing. **Review of Economics Studies**, v. 31, n. 86, p. 91-96. 1964.

BAER, W. **A Economia Brasileira**, 4. ed. São Paulo, Editora Brasiliense, 1990. 416 p.

BALASUBRAMANIAN, B. N.; BLACK, B. S. e KHANNA, V. Firm-Level Corporate Governance in Emerging Markets: a case study of India. **Working Paper**, Texas, 2009. p. 19.

BELLUZZO, L. G. e ALMEIDA, Júlio Gomes. **Depois da Queda**. Rio de Janeiro, Editora Civilização Brasileira, 2002. 412 p.

BERGLOF, E. e VON THANDEN, E. L. The Changing Corporate Governance Paradigm: implications for transition and developing countries. **Working Paper**, Stockholm Institute of Transition Economics, Estocolmo, 1999. p.31

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

BHAGAT, S.; BOLTON, B. Corporate Governance and Firm Performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, n. 3, p. 257-273. 2008.

BLACK, B. S.; CARVALHO, A. G e GORGA, E. Corporate Governance in Brazil. **Emerging Markets Review**. [s.l.]: Elsevier, n.11, p. 21-38. 2010.

BLACK, B. S. e KIM, O. The Effect of Board Structure on Firm Value: a multiple identification strategies approach using Korean data. **Journal of Financial Economics**, v.104, n.1, p. 203-226, 2012.

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.

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

BRAGA, S. Financeirização Global: o padrão sistêmico do capitalismo contemporâneo. In: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (Org.). **Poder e Dinheiro**: uma economia política da globalização. São Paulo: Editora Vozes, 1998. p. 195-242.

BRUNO, M. Lucro, Acumulação de Capital e crescimento econômico sob Finanças Liberalizadas: o caso brasileiro. In: PAULA, L. F. de; FERREIRA, L da R.; ASSIS, M. (org.) **Perspectivas para a economia brasileira**: inserção internacional e políticas públicas. Rio de Janeiro: UERJ, 2006. p 91-113.

BRUNO, M.; DIAWARA, H; ARAÚJO, E.; REIS, A. C. e RUBNES M. *Finance-Led Growth Regime* no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. **Revista de Economia Política**, v.31, n.5 (125), p.730-750, 2011.

CAMPOS, T. L. C. Estrutura da Propriedade e Desempenho Econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 41, n. 4, p. 369-380, 2006.

CANDIDO, M. S. **Estrutura de capital e assimetria de informação**: efeitos da governança corporativa. 2010. 72 p. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2010.

CANO, W. América Latina: do desenvolvimento ao neoliberalismo. In: FIORI, J.L. (org). **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**, 2. ed. Petrópolis: Vozes, 1999, p. 287 – 326.

CANUTO, O. Mobilidade de Capital e Equilíbrio de Portfólios. In: FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F de (Org.), **Globalização Financeira: ensaios de macroeconomia aberta**. Petrópolis: Vozes, 2004. p. 106-176.

CARLIN, W. MAYER, C. **How do financial systems affect economic performance?** Oxford: University College London and Said Business School, University of Oxford, 1999. 30 p.

CARNEIRO, R. **Desenvolvimento em Crise: a economia brasileira nos último quarto do século XX**. São Paulo, Editora Unesp, 2002. 423 p.

CARVALHAL, A. Estrutura de Controle e Valor das Empresas Brasileiras. In: LEAL, R. P. C.; FERREIRA, V. A. C. e SILVA, A. L. (Orgs.); **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo**, Rio de Janeiro: E-Papers. 2002. p. 45-58.

CAVALCANTI, Carlos Brandão. **Transferência de Recursos ao Exterior e Substituição de Dívida Externa por Dívida Interna**. Rio de Janeiro: BNDES, 1988. 95p.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S e LANG, L. **Policy Research Working Paper**, The World Bank, n.2017, p.27, 1998.

CHAKRABARTI, R.; MEGGINSON, W.; YADAV, P. K. Corporate Governance in India, **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 20, n. 1, p. 59-72. 2008.

CHANDLER, A. D. **The Visible Hand: the managerial revolution in American business**. Cambridge, MA: Harvard Belknap, 1977. 608p.

CHANG, Ha-Joon. Global Standards, and the Future of East Asian. **Global Economic Review**, v.34, n.4, p.363-378, 2005.

CHANG, Ha-Joon; PARK, Honh-Jae e YOO, C. G. Interpreting the Korean Crisis: financial liberalization, industrial policy and corporate governance. **Cambridge Journal of Economics**, v. 22, 1998. p. 735-746.

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

CHUNG, K. H. e PRUIT, S. W. A Simple Approximation of Tobin's Q. **Financial Mangement**, v.23, n. 3, p. 70-74, 1994.

CIOFFI, J. W. **Public Law and Private Power: corporate governance reform in the age of finance capitalism**. New York: Cornell University Press, 2010. 287p.

COASE, R. The Nature of the Firm. **Economica**, v.4, p. 386-405, 1937.

CORE, J. E; GUAY, W. R.; RUSTICUS, T. Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investor's Expectations. **The Journal of Finance**, v. 61, n. 2, p. 655-687, 2006.

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

COUTINHO, L.; RABELO, F. M. Brazil: keeping it in the Family. In: OMAN, C. P (Org.) **Corporate Governance in Development**: the experiences of Brazil, Chile, India, and South Africa. France: OECD Development Center; Washington: Center for International Private Enterprise, 2003. p. 35-75.

CRESPI-CLADERA, R.; GARCIA-CESTONA. Ownership and Control: a Spanish survey. **Working Paper**, n. 23.99, 1999. 42 p.

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, 2003, p. 271-279.

CRUZ, P. D. Notas sobre o Endividamento Externo Brasileiro nos Anos Setenta. In: BELLUZZO, L. G. e Coutinho, R. (Orgs.) **Desenvolvimento capitalista no Brasil**: ensaios sobre a Crise. São Paulo, Editora Brasiliense, 1983.

CUETO, D. C. Substitutability and Complementarity of Corporate Governance Mechanisms in Latin America. **International Review of Economic and Finance**, v. 25, p. 310-325, 2013.

CURADO, Marcelo Luiz. **Rigidez comercial, movimentos de capital e crise cambial**. Campinas. 2001. 137p. Tese (Doutorado em Economia) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, 2001.

DEBREU, G. **Theory of Value**. New York: Willey, 1959. 114p.

DEMSETZ, H.; LEHN, K. The Structure of Corporate Ownership: causes and consequences. **The Journal of Political Economy**, v. 93, n. 6, p. 1155-1177, 1985.

DEMSETZ, H.; LEHN, K.; VILLALONGA, B. Ownership Structure and Corporate Performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, p. 209-233, 2001.

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

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

DYMSKI, G. A. “Economia de Bolha” e Crise Financeira no Leste Asiático e na Califórnia: uma perspectiva especializada de Minsky. **Economia e Sociedade**, v. 11, p.73-136, 1998.

EID JR., W. Custos e Estrutura de Capital: o comportamento das empresas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v. 36, n. 4, p. 51-59, 1996.

EPSTEIN, G. A. Introduction: financialization and the world economy. In: EPSTEIN, G. A. **Financialization and the World Economy**. Cheltenham: Edward Elgar, 2005. p. 3-16.

EVANS, J.; HABBARD, P. **From Shareholder Value to Private Equity**: the changing face of financialisation of the economy. Paris: TUAC, 2008. 13 p.

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: II. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 5, dez. p.1575-1617, 1991.

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.

FAMA, E. F.; JESEN, M. C. Separation of Ownership and Control. **Journal of Law and Economics**. v. 26, jun. 1983a. p.31.

FAMA, E. F. e JESEN, M. C. Agency Problems and Residual Claim. **Journal of Law and Economics**. v. 26, jun. 1983b. p.29.

FERNANDES, O. A. **Dívida Mobiliária Pública e Financeirização da Riqueza**: uma Análise das Singularidades do Endividamento Mobiliário Interno no Brasil. 2009. Tese (Doutorado em Economia Aplicada) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas. 2009. 238 p.

FILLETTI, J. de P. **Financiamento de empresas não-financeiras de capital aberto**: proposição de uma abordagem quantílica. 2010. Tese (Doutorado em Economia Aplicada) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, 2010. p. 156.

FOLKMAN, P.; FROUD, J.; JOHAL, S. e WILLIAMS, K. Working for themselves?: capital market intermediaries and present day capitalism. **CRESO Working Paper**, n. 25, nov. 2006. p. 19.

FRACCIO, M. e LANG, L. H. P. The Ultimate Ownership of Western European Corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 65, p. 365-395, 2002.

FRAGA NETO, A. e RESENDE, A. L. Déficit, Dívida e Ajustamento: uma nota sobre o caso brasileiro. **Revista de Economia Política**, v.5, n.4, p.57-65, 1985.

FRENKEL, R.; FANELLI, J. M. Estabilidad y Estructura – Interacciones en el crecimiento econômico. In: KATZ, J. M. (Org.) **Estabilización macroeconômica, reforma estructural y comportamiento industrial**. [s.l.]: Cepal/IDRC/Aliança Editorial, 1995.

FROUD, J.; HASLAM, C.; JOHAL S.; WILLIAMS, K. Shareholder Value and Financialization: consultancy promises, management moves. **Economy Society**, v. 29, n.1, p.80-110, 2000.

GOMPERS, P. A.; ISHII, J. L.; METRICK, A. Corporate Governance and Equity Prices. **Quartely Journal of Economics**, v. 118, n. 1, p.107-155, 2003.

GORDON, J. N. The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: of shareholder value and stock market prices. **Law and Working Paper**, n.74, 2006. 111p.

GORGA, E. Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. **Northwestern Journal of International Law and Business**, v. 29, n. 2, p. 439-551, 2009.

GROSSMAN, S.; HART, O. Takeover Bids, The Free-Rider problem, and the Theory of the Corporation. **The Bell Journal of Economics**, v. 11, n.1, p.42 – 64, 1980.

GROSSMAN, S.; STIGLITZ, J. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. **American Economic Review**, v. 70, n. 3, p.393-408, 1980.

GUIMARÃES, E. A. **A Experiência Recente da Política Industrial no País: uma avaliação**. Brasília: IPEA, n. 409, 1996. 35 p. (Texto Para Discussão, n. 409).

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

HART, O. Corporate Governance: some theory and implications. **The Economic Journal**, v.105, n.430, Cambridge, p. 678-689, 1995.

HART, O.; MOORE, J. Foundations of Incomplete Contracts. **NBER Working Paper**, n. 6726, Cambridge, set. 1998. 48 p.

HENRY, P. B. Capital Account Liberalization, the Cost of Capital, and Economic Growth, **Working Paper**, NBER, n. 9488, 2003. p.18.

IBGC. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), São Paulo, 2009, 72 p.

JAYME JR., F. G. Balanced-of-Payments Constrained Economic Growth in Brazil. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.23, n.1, p.62-84, 2003.

JESSEN, M. C. Value Maximization and the Corporate Objective Function. **Working Paper Harvard Business School**, jan., 2000. 19 p.

JESSEN, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. **American Economic Review**, v.5, n. 76, p.323-339, 1986.

JESSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, 1976.

JESSEN, M. C; MURPHY, K. J. Performance Pay and Top-Management Incentives. **The Journal of Political Economy**, v. 98, n.2. p-225-264, 1990.

KALECKI, M. **Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy (1933-1970)**. Cambridge, Cambridge University Press, 1971. 206p.

KAPLAN, S. N. Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany. **Journal of Law, Economics and Organization**, v. 10, n. 1, p. 142-159, 1994.

KAPLAN, S. N. Top Executive Incentives in Germany, Japan and the US.: a comparison. In: **CONFERENCE ON EXECUTIVE COMPENSATION AND SHAREHOLDER VALUE**, 1998, New York (NY): New York University, fev. 1998.

KAPLAN, S. N e MINTON, B. Appointments of Outsiders to Japanese Boards: determinants and implications for managers. **Journal of Financial Economics**, n. 31, 1994

KEYNES, J. M. **Teoria Geral do Emprego, do Juro e do Dinheiro**. São Paulo: Abril Cultural, Coleção os Economistas, 1986. 333 p.

KEYNES, J. M. A Teoria *ex ante* da Taxa de Juros. **Literatua Econômica**, v. 9, n. 2, p. 165-172, 1987.

KLAPPER, L. F. e LOVE, I. Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.

KLEIN, B. Contracting Costs and Residual Claims: the separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, n. 2, v. 26, p.367-374, 1983.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor Protection and Corporate Valuation. **NBER Working Paper**, n. 7402, 1999a. 44p.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor Protection: origins, consequences, reform. **NBER Working Paper**, n. 7428, 1999b. 44p.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F; SHLEIFER, A. Corporate Ownership Around the World. **The Journal of Finance**, v.49, n.2, p.471-517, 1999c.

LAZONICK, W. The US Stock Market and the Governance of Innovative Enterprise. **Industrial and Corporate Change**, n. 6, p. 983-1035, 2007.

LAZONICK, W. Corporate Governance, Innovative Enterprise, and Economic Development. **Reaserch Paper United Nations University**, v. 71, n. 2006, 2006. 66p.

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.

LEVINE, R. Financial Development and Economic Growth: views and agenda. **Journal of Economic Literature**, v. 35, n. 2, p.688-725, 1997.

LIPIETZ, A. As Transformações na Divisão Internacional do Trabalho: considerações metodológicas e esboço de teorização. **Espaço e Debates**, São Paulo, Cortez, v. 4, n.12, p.66-94, 1984.

MADI, M. A. C. **Política Monetária no Brasil: uma interpretação pós-keynesiana**. Tese (Doutorado), Unicamp, Campinas, 1993, p. 219

MAHER, M. e ANDERSON, T. **Corporate Governance: effects on firm performance and economic growth**. [s.l.]: OECD, 1999. 51 p.

MCCOMBIE, J. S. L.; THRLWALL, A. P. **Economic Growth and Balance-of Payments Constraint**. New York: St. Martin's Press, 1994.

MCKINNON, K. I. **Money and Capital in Economic Development**. Washington: The Bookings Institution, 1973, 177p.

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

MIRANDA, B. P. J. **Hiato Fiscal e o Crescimento Econômico: um estudo para a economia brasileira entre os anos de 1980 a 2000**. Dissertação (mestrado), Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico, UFPR, Curitiba, 2003, p.90

MOREIRA, M. M. e PUGA, F. P. Como a Indústria Financia seu Crescimento? Uma Análise do Brasil Pós-Real. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, n. 5, p. 35-67, 2001.

MORENO-BRID, J. C. On Capital Flows and the Balance-of-Payments-Constrained Growth Model. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 21, n.2, p.283-298, 1998.

MYRS, S. C. The Capital Structure Puzzle. **The Journal of Financial**, v. 49, n.3, p. 575-590, 1984.

MYRS, S. C.; MAJLUF. Corporate Financing and Investment Decisions when firms have informations that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v.13, p. 197-221, 1984.

NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L.; FORTE, D.; CARVALHO FILHO, A. F.; COSTA, A. C. F. de e AMARAL, A. C. Determinantes de Estrutura de Capital no Mercado Brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. **Revista de Contabilidade e Finanças**, n. 44, ago. p. 72-85. 2007.

NELSON, R. R.; WINTER, S. G. **Uma Teoria Evolucionária da Mudança Econômica**. Campinas: Unicamp, 2005. 631 p.

OCDE. **OCDE Principles of Corporate Governance**. Paris: OCDE, 2004, p. 69

OREIRO, J. L. C. Capital Mobility, Real Exchange Rate Appreciation and Asset Price Bubbles in Emerging Economies: a post keynesian macroeconomic model for small open economy. **Journal of Post Keynesian Economics**, v.28, n.2, p.317-343, 2007.

PACHECO-LÓPEZ, P. e THIRLWALL, A. P. Trade Liberalization, the Income Elasticity of Demand for Imports, and Growth in Latin America. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 29, n. 1, p. 41-61, 2006.

PAULANI, L. M. Brazil in the Crises of the Finance-Led Regime. **Review of Radical Political Economics**, v. 42 (3), p 363-372, 2011.

PAULRÉ, B. Capitalismo Cognitivo e Financeirização dos Sistemas Econômicos. *In*: FUMAGALLI, A. e MEZZADRA, S. (Org.). **A Crise da Economia Global**: mercados financeiros, lutas sociais e novos cenário políticos. Rio de Janeiro, Civilização Brasileira, p.235-26, 2011.

PEREIRA, L. B. Mudanças no Padrão de Financiamento do Investimento no Brasil, **Revista de Economia Política**, v. 7, n. 4, p.5-22, 1987.

PEREIRA, T. R. Formação de Preços e Financiamento Empresarial entre os anos de 80 e 90 na Economia Brasileira. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 14, p. 89-126, 2000.

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

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

POUND, J. The Promise of the Governed Corporation. *In*: **Corporate Governance**. Boston, Havard Business School Press, p. 79-103, 2000.

PRATES, D. M. **Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa a Economia Brasileira na Década de Noventa**. Dissertação (Mestrado), Unicamp, Campinas, 1997, p. 192

PROCIANOY, J. L. e VERDI, R. S. Adesão aos Novos Mercados da Bovespa: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2, determinantes e conseqüências. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 7, n. 1, p. 107-126, 2009.

PROWSE, S. D. The Structure of Corporate Ownership in Japan. **The Journal of Finance**, v. 47, n. 3, p. 1121-1140, 1992.

RESENDE, M. F. da C.; AMADO, A. M. Liquidez Internacional e Ciclo Reflexo: algumas observações para a América Latina. **Revista de Economia Política**, v.27, n.1, 2007. p. 41-59

RODRIGUES JR., W.; MELO, G. M. **Padrão de Financiamento das Empresas Privadas no Brasil**. Brasília: IPEA, jun. 1999. 38 p. (Texto de Discussão, n. 653).

SALAMA, P. Do Produtivo ao Financeiro e do Financeiro ao Produtivo na Ásia e na América Latina. **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**, n.6, 2009. p.05-47

SANTOS, F. B. T. dos. **Corporate Governance in Economic Development**: a micro-macro interaction perspective for a new approach to Theory of the Firm in developing countries. Tese (doutorado), University of Cambridge, Cambridge, 2009.

SCHELLING, T. C. **Micromotives and Macrobehavior**. New York: W. W. Norton e Company, 1989. 252 p.

- SHAW, E. S. **Financial Deeping in Economic Development**. Nova York: Oxford University Press, 1973, 260 p.
- SHLEIFER, A e VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **NBER Working Paper**, n. 5554, Cambridge, 1996. 69 p.
- SILVA, A. L. C. e LEAL, R. P. C. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v.3, n. 1, p. 1-18, 2005.
- SILVA, A. F. e VALLE, M. R. Análise da Estrutura de Endividamento: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e americanas. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 1, p. 201-229, 2008.
- SIMON, H. **A Racionalidade do Processo Decisório nas Empresas**. São Paulo: Multiplic, 1980.
- SINGH, A. Competition, Corporate Governance and Selection in Emerging Markets. **The Economic Journal**, 113, v. 491, p. 443-464, dez. 2002. 15 p.
- SINGH, A. Financial Liberalization, Stockmarkets and Economic Development. **The Economic Journal**, v. 107, n. 442, p. 771-782, 1997.
- SINGH, A. Corporate Financial Patterns in Industrializing Economies. **International Finance Corporation**, Washington: Technical Paper, n. 2, 1995, 75 p.
- SINGH, A.; HAMID, J. Corporate Financial Structures in Developing Countries. **International Finance Corporation**, Washington: International Finance Corporation, 1992 (Technical Paper, 1).
- SINGH, A., SINGH, A e WEISSE, B. Corporate Governance, Competetion, the New International Financial Architecture and Large Corporations in Emerging Markets. **ESRC Working Paper**, University of Cambridge, n.250, 2002. p.68.
- SIQUEIRA, T. V. Concentração de Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Revista BNDES**, Rio de Janeiro, 1998. 24 p.
- STIGLITZ, J. E. Governo, Mercado Financeiro e Desenvolvimento Econômico. **Revista Brasileira de Economia**, v. 34, n. 3, Rio de Janeiro, p. 269-295, 1990.
- STIGLITZ, J. E. Markets, Market Failures, and Development. **American Economic Review**, v. 79, n.2, p. 197-203, 1989.
- STIGLITZ, J. E. e WEISS, A. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. **American Economic Review**, v. 71, n. 2, p. 393-410, 1981.
- STOCKHAMMER, E. Fiancialisation and the Slowdown of Accumulation. **Journal of Economics**, Cambridge, v. 28, n.5, p.719-741, 2004.
- STOCKHAMMER, E. Some Stylized Facts on the Finance-dominated Accumulation Regime. **Competition and Change**, v. 12, n. 2, p.184-202, jun. 2008.

TAVARES, M. C. Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro. Rio de Janeiro, Zahar Editores, p. 263, 1977.

TAVARES, M. C. e MELIN, L. E. Pós-escrito 1997: a reafirmação da economia americana. In: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (Org.). **Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização**. São Paulo, Editora Vozes, p. 55-86, 1998.

THIRLWALL, A. Balance of Paymentes Constrains as an Explanation of Internacional Growht Rate Differences. **Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review**, v.32, n.128, p.45-53, mar. 1979.

THOMSEN, S.; PEDERSEN, T. European Ownership Concentration: causes and consequences. **Working Paper**, Frederiksberg: Institute of International Economics and Management, p. 1-97, 1997.

TYLECOTE, A., RAMIREZ, P. Coporate Governance and Innovation: the UK compared with the US and ‘insider’ economies. **Research Policy**, v. 35, n. 1, p. 160-180, 2006.

ZONENSCHAIN, C. N. Estrutura de Capital das Empresas no Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 5, n. 10, 1998. 23 p.

WEIB, C. **The Ownership Concentration of Firms**: three essays on the determinants and effects. Tese (doutorado), European Business School, 2010, 164 p. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10419/30247>.

WERNECK, Rogério L. F. Ajuste Fiscal e Dispêndio Não-Financeiros do Setor Público. **Texto para Discussão**, Departamento de Economia da PUC do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, n.218, jan. 1989. p. 25

WILLIAMSON, O. E. Corporate Finance and Corporate Governance. **Journal of Finance**, v. 43, n. 3, p.567-591, 1988.