

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO PARANÁ  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO  
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: PROCESSOS DECISÓRIOS  
DOUTORADO EM ADMINISTRAÇÃO

TESE DE DOUTORADO

**FINANCEIRIZAÇÃO E REINVESTIMENTOS: ANÁLISE DAS ESTRATÉGIAS DE  
INVESTIMENTOS DE EMPRESAS LISTADAS NA B3 NO PERÍODO DE 2013 A  
2018.**

ANDRÉIA RIBEIRO DA LUZ

CURITIBA

2019

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO PARANÁ  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO  
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: PROCESSOS DECISÓRIOS  
DOUTORADO EM ADMINISTRAÇÃO

TESE DE DOUTORADO

**FINANCEIRIZAÇÃO E REINVESTIMENTOS: ANÁLISE DAS ESTRATÉGIAS DE  
INVESTIMENTOS DE EMPRESAS LISTADAS NA B3 NO PERÍODO DE 2013 A  
2018.**

Tese de doutorado apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Doutor em Administração pelo Programa de Pós-Graduação em Administração do Centro de Ciências Sociais Aplicadas da Pontifícia Universidade Católica do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Alceu Souza.  
Coorientador: Prof. Dr. Ademir Clemente

CURITIBA

2019

Dados da Catalogação na Publicação  
Pontifícia Universidade Católica do Paraná  
Sistema Integrado de Bibliotecas – SIBI/PUCPR  
Biblioteca Central  
Pamela Travassos de Freitas – CRB 9/1960

Luz, Andréia Ribeiro da  
L979f Financeirização e reinvestimentos : análise das estratégias de investimentos  
2019 de empresas listadas na b3 no período de 2013 a 2018 / Andréia Ribeiro da  
Luz ; orientador: Alceu Souza ; coorientador: Ademir Clemente. – 2019.  
95 f. : il. ; 30 cm

Tese (doutorado) – Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba,  
2019  
Bibliografia: f. 84-92

1. Administração. 2. Capital (Economia). 3. Investimentos. 4. Instituições  
financeiras. 5. Mercado de capitais. 6. Mercado financeiro. I. Souza, Alceu  
II. Clemente, Ademir. III. Pontifícia Universidade Católica do Paraná.  
Pós-Graduação em Administração. IV. Título.

CDD 20. ed. – 658

TERMO DE APROVAÇÃO

FINANCEIRIZAÇÃO E REINVESTIMENTOS: ANÁLISE DAS ESTRATÉGIAS DE INVESTIMENTOS DE  
EMPRESAS LISTADAS NA B3 NO PERÍODO DE 2013 A 2018.

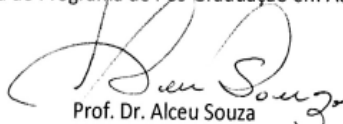
Por

ANDRÉIA RIBEIRO DA LUZ


Tese aprovada como requisito parcial para obtenção do Título de Doutora no Programa de Pós-Graduação em Administração, Área de Concentração em Administração Estratégica, da Escola de Negócios da Pontifícia Universidade Católica do Paraná.



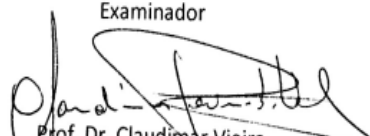
Prof.ª Dr.ª Angela Cristiane Santos Póvoa  
Coordenadora do Programa de Pós-Graduação em Administração



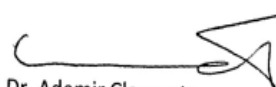
Prof. Dr. Alceu Souza  
Orientador



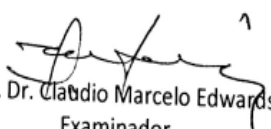
Prof. Dr. Jansen Maia Del Corso  
Examinador



Prof. Dr. Claudimar Vieira  
Examinador



Prof. Dr. Ademir Clemente  
Examinador



Prof. Dr. Cláudio Marcelo Edwards  
Examinador

## RESUMO

Com o surgimento dos investidores institucionais e da governança corporativa, as empresas passaram a ter uma gestão voltada à maximização do “valor do acionista” com implicações nas decisões de investimento e acumulação de ativos reais. Esta tese apresenta um estudo das estratégias de investimentos de empresas brasileiras listadas na B3, no período de 2013 a 2018, com foco na financeirização, reinvestimentos e seus reflexos na rentabilidade. Isto é feito por meio de uma pesquisa descritiva/explicativa com análise de dados em painel de uma amostra de 127 empresas extraídas da base Económica. Os resultados encontrados divergem, em parte, do modelo normativo esperado visto que além das variáveis macroeconômicas tradicionais também foi necessário incluir variáveis endógenas. Os principais achados foram: relação negativa entre receitas financeiras e investimentos em ativos reais; relação positiva entre pagamentos financeiros e as novas aquisições em ativos reais (capex). Quanto à rentabilidade os principais achados foram de não evidências estatísticas de que esta possa ser explicada pela receita financeira, porém há evidências de que os pagamentos financeiros apresentam correlação negativa com a rentabilidade. Tais resultados podem ser explicados pelas inovações oferecidas pelo mercado financeiro que atraíram as empresas para investimentos em ativos financeiros resultando em redução dos investimentos produtivos. Além disso, o aumento nos pagamentos financeiros, sob a forma de juros e dividendos, tem implicações complexas: se por um lado estes aumentam o endividamento, por outro esses mesmos pagamentos atraem mais investidores e recursos para serem investidos em ativos reais. O principal achado do presente trabalho foi o de identificar que modelos econométricos que trabalham com séries temporais mais curtas, típicos para a área de decisões empresariais, além das variáveis macroeconômicas clássicas, carecem do uso de variáveis endógenas para poder explicar a atual estratégia de investimentos das empresas.

**Palavras-chave:** Financeirização, Investimentos em Ativos Reais, Rentabilidade.

## ABSTRACT

With the rise of institutional investors and corporate governance, companies started to have a management focused on maximizing “shareholder value” with implications for investment decisions and the accumulation of real assets. This thesis presents a study of the investment strategies of Brazilian companies listed on B3, from 2013 to 2018 with a focus on financialization, reinvestments and their impact on profitability. This is done through a descriptive / explanatory research with panel data analysis of a sample of 127 companies extracted from the Economática database. The results found differ, in part, from the expected normative model since, in addition to traditional macroeconomic variables, it was also necessary to include endogenous variables. The main findings were: a negative relationship between financial income and investments in real assets; positive relationship between financial payments and new acquisitions in real assets (capex). Regarding profitability, the main findings were of no statistical evidence that this can be explained by financial revenue, however there is evidence that financial payments have a negative correlation with profitability. Such results can be explained by the innovations offered by the financial market that attracted companies to invest in financial assets, resulting in a reduction in productive investments. In addition, the increase in financial payments, in the form of interest and dividends, has complex implications: if on the one hand they increase indebtedness, on the other hand these same payments attract more investors and resources to be invested in real assets. The main finding of the present work was to identify that econometric models that work with shorter time series, typical for the area of business decisions, in addition to the classic macroeconomic variables, lack the use of endogenous variables to explain the current investment strategy of companies. companies.

**Keywords:** Financialization, Investments in Real Assets, Profitability.

## **LISTA DE ABREVIATURAS**

$\%RF_{AT}$  - Receita financeira em razão do ativo total

B3 - Brasil, Bolsa, Balcão

Capex - Capital Expenditure

EBIT - Earnings Before Interest and Taxes

Endiv – Endividamento total

ENFs - Empresas não financeiras

Imob – Imobilizado

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

PIB - Produto Interno Bruto

ROA - Return on Assets

Selic - Sistema Especial de Liquidação e de Custódia

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Campo de estudo dos pesquisadores mais citados .....	15
Gráfico 2: País de origem dos pesquisadores mais citados .....	17
Gráfico 3: Histograma dos resíduos.....	59
Gráfico 4: Estatística teste de normalidade de resíduo da regressão .....	59
Gráfico 5: Histograma dos resíduos da regressão 1, modelo 1.2.....	60
Gráfico 6: Estatística teste de normalidade de resíduo da regressão 1, modelo 1.2. ....	60
Gráfico 7: Histograma dos resíduos da regressão 2, modelo 2.2. ....	60
Gráfico 8: Estatística teste de normalidade de resíduo da regressão 2, modelo 2.2. ....	60
Gráfico 9: Histograma dos resíduos da regressão 2, modelo 2.2. ....	61
Gráfico 10: Estatística teste de normalidade de resíduo da regressão 2, modelo 2.2. ....	61
Gráfico 11: Histograma dos resíduos da regressão 3, modelo 3.2.....	61
Gráfico 12: Estatística teste de normalidade de resíduo da regressão 3, modelo 3.2. ....	61
Gráfico 13: Histograma dos resíduos da regressão 3, modelo 3.3.....	61
Gráfico 14: Estatística teste de normalidade de resíduo da regressão 3, modelo 3.3. ....	61
Gráfico 15: Média anual de participação da receita e despesa financeira em relação ao ativo total .....	72
Gráfico 16: Média anual de participação da receita e Ebit em relação ao ativo total.....	72
Gráfico 17: Comportamento da Taxa Selic (anual) 2013 a 2018.....	73
Gráfico 18: Comportamento do PIB (%) no período de 2011 a 2017. ....	74
Gráfico 19: índice de produção industrial do período de 2012 a 2017.....	76
Gráfico 20: Número de Empresas Financeirizadas e Não Financeirizadas por setor .....	76
Gráfico 21: Capex e despesa financeira em razão do ativo total.....	78
Gráfico 22: Capex e pagamentos de dividendos em razão do ativo total .....	79



## LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Revisão Sistemática de literatura do gap teórico proposto. ....	14
Quadro 2: Variáveis de estudos dos artigos que utilizaram dados em painel nos últimos cinco anos. ....	16
Quadro 3: Síntese das inovações propostas neste estudo. ....	17
Quadro 4: Teorias da firma, estrutura da indústria e sistemas regulatórios em três paradigmas organizacionais. ....	20
Quadro 5: Estratégia para criação de valor: processos, elementos e direção. ....	23
Quadro 6: Características de Regime de Acumulação e do seu Modo de Regulação. ....	25
Quadro 7: Quadro sinóptico dos regimes de acumulação. ....	26
Quadro 8: Canal 1- Envolvimento em atividades financeiras. ....	38
Quadro 9: Canal 2- Menores taxas de retenção de lucro. ....	39
Quadro 10: Definição constitutiva e operacional das variáveis. ....	46
Quadro 11: Critérios para Seleção das Empresas da Amostra. ....	48
Quadro 12: Dados coletados nos Demonstrativos Financeiros. ....	48
Quadro 13: Quadro Metodológico. ....	53
Quadro 14: Método para identificação de outliers. ....	58
Quadro 15: Setores que apresentaram significância positiva, negativa ou nula (VD = Ativo Imobilizado). ....	62
Quadro 16: Setores que apresentaram significância positiva, negativa ou nula (VD = Ativo Imobilizado). ....	65
Quadro 17: Setores que apresentaram significância positiva, negativa ou nula (VD = Capex). ....	66
Quadro 18: Setores que apresentaram significância positiva e nula (VD = ROA). ....	70
Quadro 19: Síntese dos Resultados das Hipóteses Formuladas. ....	71
Quadro 20: Eventos Macroeconômicos período de 2010-2017. ....	75

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Série Temporal dos artigos que utilizam dados em painel nos últimos 5 anos....	14
Tabela 2: Número de empresas por setor e representatividade da amostra .....	49
Tabela 3: Número de empresas por setor e representatividade da amostra das empresas financeirizadas .....	50
Tabela 4: Representatividade da receita financeira em razão do ativo total. ....	55
Tabela 5: Análise Descritiva .....	57
Tabela 6: Resultado dos indicadores para verificação de <i>outliers</i> .....	58
Tabela 7: Análise Descritiva após retirada de <i>outliers</i> .....	58
Tabela 8: Correlação das variáveis .....	59
Tabela 9: Coeficientes estimados para os modelos de regressão da variável Ativo Imobilizado.....	64
Tabela 10: Coeficientes estimados para os modelos de regressão da variável Capex.....	67
Tabela 11: Coeficientes estimados para os modelos de regressão da variável ROA .....	69

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>8</b>
1.1	APRESENTAÇÃO DO PROBLEMA DE PESQUISA.....	12
1.2	OBJETIVOS DA PESQUISA.....	13
1.3	JUSTIFICATIVA TEÓRICA E PRÁTICA.....	13
<b>2</b>	<b>REFERENCIAL TEÓRICO E EMPÍRICO .....</b>	<b>18</b>
2.1	A FIRMA NA TEORIA ECONÔMICA .....	18
2.2	AS TRANSIÇÕES DOS REGIMES DE ACUMULAÇÃO DE CAPITAL.....	24
2.2.1	Regime de acumulação e modo de regulação .....	24
2.2.2	Regime de acumulação financeira.....	31
2.3	HIPÓTESES QUE SE DEDUZEM DA BASE TEÓRICA.....	35
<b>3</b>	<b>METODOLOGIA DA PESQUISA .....</b>	<b>43</b>
3.1	ESPECIFICAÇÃO DO PROBLEMA .....	43
3.1.1	Apresentação das Variáveis de Estudo .....	43
3.1.2	Definição das Variáveis Constitutivas e Operacionais.....	44
3.2	CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA .....	46
3.3	COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS .....	47
3.4	MÉTODO DE ANÁLISE.....	50
3.5	QUADRO RESUMO METODOLÓGICO.....	52
<b>4</b>	<b>ANÁLISE DOS DADOS.....</b>	<b>54</b>
4.1	ANÁLISE EXPLORATÓRIA .....	54
4.2	ANÁLISE DOS DADOS EM PAINEL .....	62
<b>5</b>	<b>DISCUSSÃO DOS RESULTADOS .....</b>	<b>71</b>
<b>6</b>	<b>CONCLUSÕES .....</b>	<b>81</b>
	<b>REFERENCIAS.....</b>	<b>84</b>
	<b>APÊNDICE A: EMPRESAS FINANCEIRIZADAS E NÃO FINANCEIRIZADAS.....</b>	<b>93</b>

## 1 INTRODUÇÃO

A financeirização, fenômeno que vem alterando a lógica de acumulação de capital, se expandiu nas últimas três décadas a partir da desregulamentação dos mercados financeiros. Segundo Chesnais (2015) acumulação financeira é a centralização em instituições financeiras dos lucros industriais não reinvestidos e de rendas não consumidas, com o objetivo de valorizá-los sob a forma de aplicações em ativos financeiros (divisas, obrigações e ações) mantendo-os fora da produção de bens e serviços. Corresponde ao papel crescente das motivações financeiras, dos mercados financeiros, dos agentes financeiros e das instituições financeiras no funcionamento operativo das economias nacionais e internacionais (EPSTEIN, 2005, p. 3). Conforme Orhangazi (2008), a financeirização diz respeito aos aumentos dos investimentos financeiros e, conseqüentemente, dos rendimentos financeiros das empresas não financeiras e aumento dos pagamentos aos mercados financeiros. Vale ressaltar que até o momento o fenômeno recebeu várias outras denominações como: capitalismo tardio, multinacional, pós-moderno, midiático, do espetáculo ou da imagem (JAMESON, 1991); do signo (BAUDRILLARD, 1995); financeiro, portador de juros, capital fictício (CHESNAIS, 1996); imaterial, do conhecimento ou cognitivo (GORZ, 2005), capitalismo parasitário (BAUMAN, 2010) e neoliberalismo (DUMÉNIL; LÉVY, 2014). Tal fenômeno implica maior proporção do capital de investimento produtivo redirecionado para o mercado financeiro, em detrimento de investimentos operacionais. Assim, a estratégia de crescimento da firma não mais considera somente os aspectos operacionais e sim, também, o aumento da rentabilidade do capital, no curto prazo, por meio de oportunidades de ganhos nos mercados financeiros, quer seja pela eficiência na captação ou na aplicação de recursos.

Há forte discussão entre os cientistas sociais sobre esse processo de redirecionamento do capital para o mercado financeiro, principalmente no campo da economia e da sociologia, contudo, no campo da administração a discussão ainda é incipiente. Historicamente a dinâmica desse processo de redirecionamento do capital pode ser analisada em três períodos distintos na economia americana e seus reflexos na economia brasileira: 1º) pré-regulamentação; 2º) regulamentação e 3º) desregulamentação.

O primeiro período, aqui denominado de pré-regulamentação, caracteriza-se pela aprovação da Lei Glass-Steagall, em 1933, com o objetivo de evitar um colapso financeiro sistêmico como o da crise de 1929. A Lei Glass-Steagall impôs a separação entre bancos

comerciais e múltiplos restringindo a atuação dos bancos, que especulavam no mercado de capitais, subordinando-os à ótica produtiva (HERBST; DUARTE, 2013; SILVA, 2015), ou seja, proibiu a concentração do sistema bancário, e, conseqüentemente, do sistema financeiro americano. Também impôs a proibição do pagamento de juros sobre os depósitos à vista e imposto especialização das instituições financeiras e rígida segmentação de mercado “combatendo a cartelização e os monopólios. Segundo a Lei Glass-Steagall (1933) os bancos comerciais passaram a captar depósitos à vista para emprestar no curto prazo; os bancos de investimentos foram proibidos de captar depósitos à vista e passaram a utilizar depósitos a prazo remunerados para emprestar em médio e longo prazo e os bancos hipotecários se encarregaram dos depósitos de poupança para financiamentos imobiliários.

O segundo período, caracterizado pela regulamentação, teve como objetivo promover a estabilidade macroeconômica e o sistema financeiro internacional, por meio do tratado de Bretton-Woods, assinado em 1944, que passou a regular as relações comerciais e financeiras entre os países mais industrializados do mundo. O tratado proporcionou a separação entre bancos comerciais e demais intermediários financeiros, incluso os bancos de investimentos, estabelecimento de tetos para as taxas de juros; controles quantitativos do crédito; controle dos ativos; baixo grau de alavancagem e a existência de regulamentação ao movimento internacional de capitais. Ainda, o tratado promoveu políticas que intensificaram o crescimento econômico do pós-guerra nos Estados Unidos, Europa e Japão, por, pelo menos, 30 anos, período que ficou conhecido como os “*anos dourados do capitalismo*”. Tais políticas, denominadas de keynesianas, tiveram sucesso por meio de um expressivo gasto público, ou seja, o crescimento econômico foi conduzido pelo estado, por investimentos públicos, por meio de política fiscal expansionista. Porém, no início dos anos de 1970, a maioria dos estados estava enfrentando um elevado *déficit* público, em especial os Estados Unidos, que enfrentava mais uma guerra (Vietnã). Os anos 70 marcam uma revisão de políticas governamentais e, conseqüentemente, de posicionamento de condução da política macroeconômica. A política fiscal expansionista passa a ser fortemente questionada devido aos elevados *déficits* públicos e a política monetária, por meio de uma taxa de juros atrativa, se tornou a alternativa mais convincente. O estado mínimo passa a ser a principal política nos Estados Unidos e Inglaterra.

O terceiro período, denominado de desregulamentação, teve início no final dos anos 1960 e meados dos anos de 1970, caracterizou-se pelo processo de desregulamentação do

mercado financeiro doméstico dos EUA. Estes, ao romperem com o tratado de Bretton-Woods e ao regime de controle do setor financeiro, se caracterizam como parte de um sistema financeiro global. A partir de 1973, com a substituição das taxas de câmbio fixo por flutuante, o processo de internacionalização financeira se intensificou, as moedas criaram um mercado internacional, e as taxas de câmbio passaram a favorecer a dinâmica da globalização. Logo, dois momentos foram importantes para a formação do mercado financeiro globalizado: (1) o fim do câmbio fixo e a adoção do sistema de câmbio flutuante e, (2) a liberalização dos fluxos de capitais e a securitização dos títulos de dívida pública.

O regime de acumulação fordista manteve sua expansão do período pós-guerra até meados de 1973, início de profunda recessão causada pelo primeiro choque do petróleo que “colocou em movimento um conjunto de processos que solaparam o compromisso fordista” (HARVEY, 1992, p. 140). Para Harvey (2007, p. 135) “o período de 1965 a 1973 tornou cada vez mais evidente a incapacidade do fordismo e do keynesianismo de conter as contradições inerentes ao capitalismo”, incapacidade sintetizada na rigidez dos processos produtivos. Ainda, segundo esse autor, tal rigidez restringia a capacidade de expansão da produção, bem como a capacidade de expansão dos gastos públicos, exigindo do Estado a emissão de moeda para financiar tais gastos provocando um processo inflacionário na maioria das economias.

A passagem de acumulação de capital fordista para acumulação de capital flexível foi lenta, pois o retorno sobre os investimentos em ativos de capital (aquisição de máquinas, equipamentos e construções não residenciais) se dariam no longo prazo; todavia os empresários precisavam manter seus investimentos e também auferir lucro no curto prazo para geração de caixa e continuidade nos processos produtivos. A forma encontrada tanto para auferir lucros no curto prazo quanto ter crédito disponível foi recorrer aos mercados financeiros globais compensando a queda na produtividade por ganhos adicionais nos mercados financeiros.

Tal ação, por parte dos empresários, ocasionou a expansão do capital fictício. Por capital fictício entende-se o capital que tem valor monetário nominal e existência como papel, contudo, num dado momento do tempo, não tem lastro em termos de atividade produtiva real ou de ativos físicos (HARVEY, 1992). Para Chesnais (2015, p. 35), “esse capital busca “fazer dinheiro” sem sair da esfera financeira, sob a forma de juros de empréstimos, de dividendos e outros pagamentos recebidos a título de posse de ações e, enfim, de lucros nascidos de especulação bem-sucedida”. Em contrapartida, este movimento abriu passagem para uma

nova transição no regime de acumulação de capital, no qual “foi concedido à esfera financeira como o *locus* da geração de fatos, a partir dos quais estariam sendo deflagrados os movimentos e as transformações do capitalismo” (KATZ, 2011, p. 40). Neste fenômeno, denominado “financeirização”, a direção da causalidade, em relação às leis de movimento do capitalismo é apresentada como se originando fora da esfera da produção (KATZ, 2011).

A desregulamentação do mercado financeiro no Brasil emerge em meados da década de 1980 com a revogação da proibição aos bancos comerciais do pagamento de juros para os depósitos à vista e da permissão para que contabilizassem separadamente as operações externas. Tal proibição propiciou o aperfeiçoamento das instituições financeiras não bancárias induzindo os bancos comerciais a abandonarem progressivamente suas funções tradicionais de captação e empréstimos de recursos dando lugar aos bancos múltiplos. Em decorrência a gama de ativos financeiros se expandiu, de ações tradicionais a títulos para instrumentos securitizados, derivativos e *swaps* de maior complexidade. Tais processos impulsionaram a demanda, por parte das corporações, ao mercado financeiro alimentando a acumulação de capital via sistema financeiro (CARRUTHERS; KIM, 2011). Logo, a esfera financeira coloca-se como o ponto central sobre o processo de análise do processo de acumulação.

As operações dos mercados financeiros, promovidas pela desregulamentação, proporcionaram um poderoso “motor” de mudança organizacional nos anos 80 a partir de vários fatores, dentre os quais vale destacar a disponibilidade de recursos para financiamento da dívida, inovações em instrumentos financeiros e segurança antitruste. Desde então, sociólogos e economistas têm buscado entender os resultados desta nova fase do sistema capitalista; saindo de um modelo no qual a grande corporação era a instituição dominante e símbolo do período que ficou conhecido como capitalismo gerencial (*managerial capitalism*) - caracterizado pelo fato dos gerentes vivenciarem autonomia e salários elevados, inclusive para perseguir prioridades diferentes daquelas dos acionistas - para um novo modelo, a busca da maximização de lucros para o acionista na otimização do gerenciamento dos ativos e na redução dos níveis hierárquicos (FLIGSTEIN; SHIN, 2004; USEEM, 1993).

A lógica financeira focada no valor dos acionistas estaria predominando no espaço empresarial e o controle financeiro prevalecendo sobre o controle empresarial. Assim, neste estudo, busca-se analisar se as estratégias de investimentos das empresas seguem o modelo normativo econômico ou outras estratégias influenciadas pelo dinamismo de obtenção de resultados no curto prazo. Pois, segundo Johnson, Scholes e Whittington (2007) a forma

como as finanças são administradas pode determinar o sucesso ou fracasso estratégico da empresa. Ainda, segundo os autores, para o acionista, o que importa é a capacidade da empresa de “gerar dinheiro” por ser determinante para o pagamento de dividendos no curto prazo e dos reinvestimentos futuros. Por fim, Andersson, et al. (2008) afirmam que o objetivo da estratégia corporativa, em uma era de valor para o acionista, é fortalecer as finanças operacionais e aumentar a probabilidade de acumulação de riqueza para os acionistas no mercado de capitais como valor de mercado.

As análises de longo prazo, usualmente realizada por economistas, buscam corroborar um modelo normativo em que os investimentos são atraídos pela sua atratividade financeira, ou seja, espera-se que haja mais investimentos em ativos reais quando as perspectivas de taxas de juros são baixas e em ativos financeiros quando as taxas de juros apresentarem melhor remuneração que o retorno dos ativos reais.

Diante deste cenário, a tese em proposição é de que quando se trata de curto prazo não se percebe os efeitos das variáveis macroeconômicas, Selic e PIB, explicando as estratégias de investimentos, contudo o efeito financeirização é observado devido a uma estratégia de maximização de lucros no curto prazo utilizada por executivos financeiros. Assim, a financeirização é necessária para o aumento do lucro no curto prazo e para a sobrevivência em períodos de recessão econômica, os ganhos no mercado financeiro, neste período, podem ser revertidos em ativos reais em momentos de crescimento econômico. Diante do exposto deriva-se o problema de pesquisa abaixo.

## 1.1 APRESENTAÇÃO DO PROBLEMA DE PESQUISA

A lógica predominante no capitalismo industrial de acumular capital no longo prazo (investir e reinvestir) vem sendo substituída, no capitalismo financeiro, pela acumulação de capital no curto prazo (investimentos em títulos de propriedade). Na atualidade é exigido dos gestores rápido retorno aos acionistas, os induzindo, muitas vezes, a buscar outros tipos de rentabilidade fora da atividade fim da empresa, podendo, nesta situação, ultrapassar o limiar máximo de investimentos no mercado financeiro deixando a empresa exposta às oscilações deste mercado.

Alguns pesquisadores como Lipietz (1989); Paulani (2009); Chima e Langley, (2012) e Davis e Kim (2015) defendem que este movimento é um paradoxo, pois se de um lado aumenta a exposição aos riscos financeiros, de outro aumenta as oportunidades de



investimentos com possibilidades de maximizar o valor para o acionista. Assim, a financeirização oferece inúmeras possibilidades de ganhos e contribui para a ampliação da capacidade produtiva ao oferecer uma gama de opções para captação de recursos, que antes era restrita a empréstimos e financiamentos. A partir destas considerações pretende-se responder, neste estudo, o seguinte problema de pesquisa: Se em análises de longo prazo, típico de estudos econômicos, a financeirização é explicada por variáveis macroeconômicas, neste trabalho sobre estratégias de investimentos, típico da área gestão empresarial o que se busca saber é se em análises do curto prazo há presença de variáveis endógenas que expliquem o atual processo de financeirização?

## 1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA

Este estudo tem como objetivo geral avaliar se a financeirização influencia as estratégias de investimentos em ativos reais e a rentabilidade das empresas não financeiras (ENFs) listadas na B3. Desse objetivo derivam-se os seguintes objetivos específicos:

- Identificar, por setor econômico, as ENFs financeirizadas listadas na B3, no período de 2013-2018.
- Analisar a influência da financeirização nas estratégias de investimentos em ativos reais, em ENFs listadas na B3, no período de 2013-2018.
- Analisar a relação entre a financeirização e rentabilidade, em ENFs listadas na B3, no período de 2013-2018.

## 1.3 JUSTIFICATIVA TEÓRICA E PRÁTICA

Pode-se justificar teoricamente este estudo pela abordagem metodológica utilizada, o estudo de série histórica de cinco anos, trimestral. Como se está trazendo o estudo da financeirização para o campo da administração, no nível da firma, e seus impactos nas estratégias de investimentos, entende-se que as informações de curto e médio prazos são mais relevantes para o administrador financeiro, já que a tomada de decisões é cotidiana e muitas vezes imediata.

Nos últimos cinco anos, a maioria dos estudos empíricos sobre financeirização, por meio da análise de dados em painel, utilizaram indicadores macroeconômicos de análise com

longa série temporal. A investigação foi realizada na base de dados *Web of Science* e *Scopus* com as palavras-chave e o protocolo de pesquisa apresentados no Quadro 2.

Palavras-chave	Capital accumulation, financial globalization, financial investments, financial profits, financialization, operation profit, panel data, profit, real assets, real capital accumulation, real investment, regression, relationship, shareholder.
Protocolo	TS=(((financialisation OR financialization OR "financial globalization" OR "financial investments") AND ("real investment" OR "capital accumulation" OR "real assets") AND (shareholder OR "financial profits" OR profit OR "operating profit") AND (regression OR statistically OR relationship OR "panel data")))).

Quadro 1: Revisão Sistemática de literatura do gap teórico proposto.

A partir dos critérios definidos, conforme demonstrado no Quadro 2, foram identificados 107 artigos que, após leitura do resumo e da metodologia, receberam o seguinte status: 61 (rejeitado) por não ter relação com este estudo, 3 (duplicados) e 43 (aceitos). Os 43 artigos aceitos foram lidos e reclassificados da seguinte forma: (*Very high*) se utilizou dados em painel para a análise; (*High*) se utilizou algum método estatístico para análise, excluindo os dados em painel; (*Low*) não utilizou testes estatísticos, contudo abordou algumas das palavras-chave principais foco deste estudo.

Na Tabela 1, pode-se observar a série temporal dos artigos encontrados na revisão sistemática que utilizaram dados em painel.

Autor(es)	Ano	Série Temporal	País de Estudo
Ali Akkemik, K.; Ā- zen, S.	2013	1990-2002	Turquia
Soener, M.	2015	1991-2005	EUA
Hwan-Joo S.; Han S. K.; Joonil K.	2016	1990-2010	Coreia
Alexiou, C.; Nellis, J. G.	2016	1971-2012	Reino Unido
Barradas, R.	2017	1995-2013	União Europeia
Barradas, R.; Lagoa, S.	2017	1979-2013	Portugal
Shu, J.; Zhang, C.; Zheng, N.	2018	2006-2014	China
Liu, G.; Zhang, J.; Wu, H.; Peng, Y.	2018	2007-2015	China
Tori, D.; Onaran, Ā-.	2018	1985-2013	Reino Unido
Davis, L.	2018	1971-2014	EUA

Tabela 1: Série Temporal dos artigos que utilizam dados em painel nos últimos 5 anos.

Apesar de vários estudos internacionais terem investigado o fenômeno da financeirização, a temática é ainda emergente no campo da administração. Há diversas críticas sobre o fenômeno, principalmente no campo da economia de viés marxista, com 51,4% dos estudos, e da sociologia com aproximadamente 34,3% dos estudos, também de viés marxista, conforme pode-se visualizar no Gráfico 1.

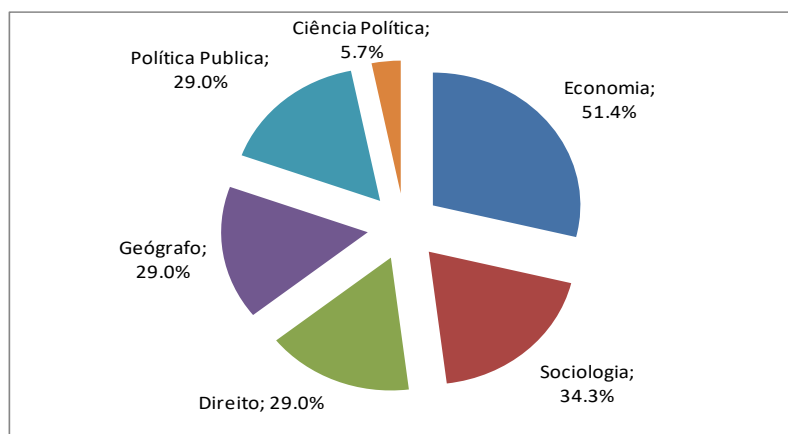


Gráfico 1: Campo de estudo dos pesquisadores mais citados

A segunda justificativa teórica está no uso da abordagem econômica e sociológica para explicar os fenômenos externos que influenciam as decisões organizacionais, contribuindo para o campo administração. Como afirmado por Hart (1989) a teoria econômica neoclássica é útil para analisar as consequências da interação estratégica entre empresas sob condições de concorrência imperfeita. E, conforme afirmado por Penrose (2006), a análise econômica do crescimento das firmas apenas adquire algum sentido se houver alguma função econômica ou algum efeito econômico em relação aos quais o tamanho e o crescimento das firmas tenham relevância.

A terceira justificativa teórica é fornecer um modelo de análise no nível da empresa integrando os efeitos do PIB e da Selic, além de analisar o impacto da financeirização por setores econômicos. Tais indicadores propiciarão informações relevantes para avaliar se as decisões seguem o modelo normativo de maximização do lucro via mercado financeiro seguindo o fluxo de aumento ou queda da taxa de juros. Em observação ao Quadro 2 percebe-se que somente Alexiou e Nellis (2016); Barradas (2017) e Barradas e Lagoa (2017) utilizam indicadores macroeconômicos para explicar a financeirização.

A primeira justificativa prática deste estudo é a mensuração da extensão da financeirização em empresas brasileiras, segundo Rodrigues, Santos e Teles (2016), a maioria dos estudos sobre financeirização está centrado em países do centro do capitalismo maduro, como os EUA e Reino Unido.

<b>Autor(es)</b>	<b>Ano</b>	<b>Variável Dependente</b>	<b>Variável Independente</b>
Ali Akkemik, K.; Ã–zen, S.	2013	Receita Financeira	GAP = retorno dos investimentos reais e dos investimentos financeiros RER = taxa de câmbio real CYCLE = ciclos de negócios CENTER = proximidade com o governo. DISCRETION = discricção familiar UNION = existência de união. Idade e tamanho
Soener, M.	2015	Ativos Financeiros. Pagamentos Financeiros. Receita Financeira	Fabricante de marca. Comerciante de marca. Varejista especializado Varejista geral. Têxtil Níveis totais de ativos. Ativos financeiros do setor Empresas de auditoria Confiança no mercado. Lucratividade
Alexiou, C.; Nellis, J. G.	2016	Estoque de capital	Participação nos lucros. Custo da mão de obra. Demanda agregada
Hwan-Joo S.; Han S. K.; Joonil K.	2016	Capex. Imobilizado líquido.	Resultado operacional. Pagamento de dividendos. Receita líquida. Despesas financeiras.
Barradas, R.	2017	Investimento real	Rentabilidade. Nível de endividamento. Custo de capital. Poupança das empresas e crescimento do produto. Recebimentos financeiros. Despesas financeiras.
Barradas, R.; Lagoa, S.	2017	Investimentos em ativos reais	Receitas financeiras. Pagamentos financeiros. Rentabilidade. Dívida. Custo de capital e Crescimento do produto.
Davis, L.	2018	Reservas de caixa	Despesa de juros. Rendimentos de juros. Rentabilidade. Capacidade de utilização. Volatilidade das vendas. Endividamento. Ativo total.
Liu, G.; Zhang, J.; Wu, H.; Peng, Y.	2018	P&D	Ativos financeiros.
Shu, J.; Zhang, C.; Zheng, N.	2018	Diferença da Receita Financeira e Lucro Operacional	Retorno. Risco
Tori, D.; Onaran, Ã–.	2018	Imobilizado líquido. Capex	Resultado operacional. Pagamento de dividendos. Receita líquida. Despesas financeiras.

Quadro 2: Variáveis de estudos dos artigos que utilizaram dados em painel nos últimos cinco anos.

O Gráfico 2 demonstra que dos 35 pesquisadores mais citados 100% são de origem estrangeira, com prevalência dos Estados Unidos da América com 26 autores (74,3%); na sequência Reino Unido com 4 autores (11,4%); Alemanha com 3 autores (8,6%) e, por fim, Canadá com 2 autores (5,7%). As maiores participações sendo dos EUA e do Reino Unido se justifica pelo fato de ambos os países serem os primeiros a adotarem políticas neoliberais.

A segunda justificativa prática está na análise econométrica de dados em painel ao invés da análise econométrica de séries temporais mais usual em estudos empíricos que tratam deste assunto. Os dados em painel permitem entender se os efeitos da financeirização

são generalizados a muitas empresas ou, alternativamente, são específicos de determinados setores.

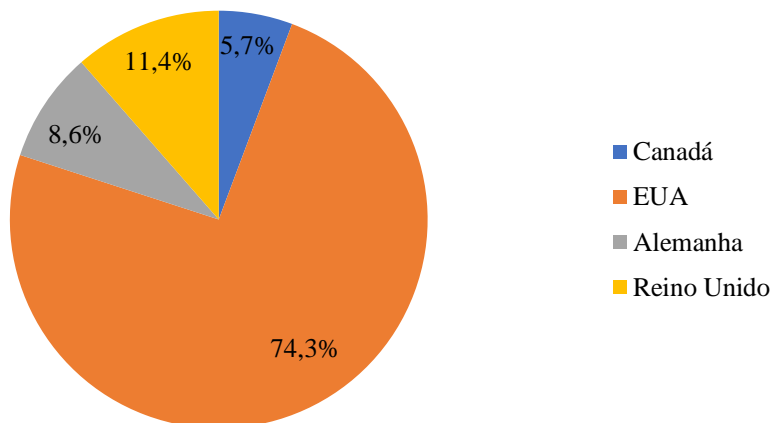


Gráfico 2: País de origem dos pesquisadores mais citados

O uso de uma análise econométrica de dados em painel também permite um maior número de observações, variabilidade da amostra e menor colinearidade, melhorando a confiabilidade das estimativas. O Quadro 3 apresenta uma síntese das inovações propostas neste estudo.

DESCRIÇÃO	INOVAÇÃO PROPOSTA	JUSTIFICATIVA
Série Temporal	2013-2018	Considera-se que as informações de curto e médio prazo, no nível da firma, são mais relevantes para o administrador financeiro, já que a tomada de decisões é cotidiana e muitas vezes imediata.
Indicadores Macroeconômicos	PIB e Selic	Propiciarão informações relevantes para avaliar se as estratégias de investimentos seguem o modelo normativo ou se buscam a maximização do lucro via mercado financeiro seguindo o fluxo de aumento ou queda da taxa de juros.
País de estudo	Brasil	Estudos anteriores centram-se em países do centro do capitalismo maduro.
Série de dados	Trimestral	Dada a natureza altamente líquida dos ativos.
Financeirização	Medida de financeirização	Estratégia de obtenção de receita financeira de forma substancial (apresentando uma participação relevante em relação ao ativo total) e não eventual (de caráter permanente).

Quadro 3: Síntese das inovações propostas neste estudo

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO E EMPÍRICO

Este capítulo trata da base teórico-empírica para melhor entendimento das variáveis em análise. Inicialmente, será apresentada a firma na teoria econômica e as diferentes perspectivas de conceituá-la, na sequência serão abordadas as transições dos regimes de acumulação de capital, bem como as hipóteses que se deduzem da base teórica.

### 2.1 A FIRMA NA TEORIA ECONÔMICA

O objetivo deste tópico é compreender a firma na teoria econômica e as diferentes perspectivas de conceituá-la, bem como, a abordagem econômica da firma que a trata como uma função de produção enfatizando os aspectos tecnológicos e a eficiência da gestão com foco na maximização do lucro.

O desenvolvimento da teoria da firma é contemplado por diferentes escolas de pensadores do campo da economia, desde os clássicos Adam Smith e John Stuart Mill; pelos economistas neoclássicos como Alfred Marshall; os institucionalistas Thorstein Bunde Veblen e Ronald Coase; os neoinstitucionalistas Oliver Williamson e Joseph Alois Schumpeter e neoschumpeterianos como Edith Penrose.

A primeira perspectiva da teoria da firma é o da economia convencional que teve sua origem, no final do século XIX e começo do século XX, nos trabalhos dos economistas William Stanley Jevons (1835-1882); Carl Menger (1840-1921); Alfred Marshall (1842-1924) e Francis I. Edgeworth (1845-1926). Tais pesquisadores abordavam a firma como àquela associada a uma função de produção, ou “a empresa entendida apenas como uma relação quantitativa entre fatores e produtos que incorpora todos os métodos de produção mais eficientes para gerar seu produto, em dado momento” (FIANI, 2015, p. 14).

A segunda perspectiva da teoria da firma está no campo da economia neoclássica tradicional, com foco primordialmente na função de produção (maximização do lucro e redução dos custos), no qual a firma é vista como uma “caixa-preta” ao combinar fatores de produção disponíveis no mercado para produzir produtos comercializáveis (JENSEN; MECKLING, 2008; TIGRE, 1998). A teoria da firma “foi construída com o propósito de apoiar a investigação teórica de um dos problemas centrais da análise econômica, o modo como são determinados os preços e alocação de recursos entre diferentes usos” (PENROSE,

2006, p. 43). Tal perspectiva tem como princípios: a racionalidade perfeita dos agentes diante da função-objetivo da firma de maximização de lucros; as condições de concorrência e informações perfeitas; desconsiderar os fatores técnicos e organizacionais e representar os processos tecnológicos por meio da função de produção a qual é especificada pelas combinações possíveis de fatores (JENSEY; MECKLING, 2008; PENROSE, 2006; TIGRE, 1998).

Pode-se extrair do exposto que a teoria da firma, na perspectiva neoclássica, “é transformar insumos em produtos selecionando a técnica mais apropriada e adquirindo os insumos necessários no mercado, incluindo trabalho e tecnologia” (TIGRE, 1998, p. 71), no intuito de maximizar o lucro. A firma neoclássica não é tratada como instituição, mas sim como ator (JENSEN; MECKLING, 1976), com um *status* similar ao consumidor individual; “um ator passivo e sem autonomia, cujas funções se resumem em transformar fatores em produtos e otimizar as diferentes variáveis de ação” (MARINS, 2006, p. 2).

Ao analisar a evolução das teorias da firma à luz das mudanças tecnológicas Tigre, (1998), as classificou em três paradigmas: (1) revolução industrial britânica; (2) o paradigma fordista; (3) paradigma das tecnologias da informação. O autor conclui que:

a análise das evoluções das firmas e sua relação com paradigmas organizacionais distintos mostram que não existe um corpo teórico único e coerente, pois as teorias estão condicionadas por diferentes filiações metodológico-teóricas, enfocam aspectos distintos (produção ou transação) e baseiam-se em contextos institucionais, históricos e setoriais diversos (TIGRE, 1998, p. 106).

Tigre (2008) ao afirmar que não existe um corpo teórico único e coerente apresenta um esquema da evolução das teorias da firma e sua relação com paradigmas organizacionais distintos, conforme demonstrado no Quadro 4.

A terceira perspectiva sobre a teoria da firma é de Penrose (2006), cuja obra original data de 1959, no qual sustenta os paradigmas de crescimento da firma. Para a autora, as firmas são instituições complexas que influenciam a vida econômica e social por envolver diferentes inúmeras atividades e decisões. Penrose concentrou-se sobre a questão do crescimento das empresas, adotando uma perspectiva que se diferenciava das defendida pelos economistas neoclássicos. Para ela, a firma se define como uma entidade administrativa e um conjunto de recursos, e não como uma função abstrata de transformação de insumos em produtos. A autora entende que a função econômica é primordial para a firma produtiva

“fazer uso de recursos produtivos para o propósito de fornecer bens e serviços à economia de mercado são planos estabelecidos e postos em prática dentro da firma” (PENROSE, 2006, p. 49).

	<b>Revolução Industrial Britânica</b>	<b>Fordismo</b>	<b>Paradigma da Informação</b>
Principais correntes teóricas da firma	Neoclássica	Economia industrial	Evolucionistas Neo-institucionalistas
Preocupações centrais	Equilíbrio Racionalidade perfeita dos agentes Ênfase nas análises das relações de troca (firma caixa-preta).	Estrutura do mercado Economias de escala Crescimento da firma Racionalidade relativa Custos de transação	Mudança tecnológica Instituições Cooperação
Estrutura da indústria e organização da firma	Pequenas empresas Especialização vertical Dependência das economias externas.	Oligopólio Multinacionais	Rede de firmas Oligopólio global
Características dos sistemas nacionais de regulação	Laissez-faire Estado com funções regulatórias mínimas Responsabilidade plena dos proprietários.	Estado intervencionista	Desregulamentação Globalização

Quadro 4: Teorias da firma, estrutura da indústria e sistemas regulatórios em três paradigmas organizacionais.

Fonte: Tigre (1998, p. 104)

Apesar da teoria da firma ter seu foco nos aspectos produtivos a autora chama a atenção para a unidade administrativa, alertando que é tão importante quanto os processos produtivos. Para Penrose quanto maior for o tamanho da unidade produtiva administrativa menor será a destinação aos recursos produtivos. Para a autora, os processos administrativos estão subordinados às forças do mercado e maiores serão as oportunidades para um planejamento consciente das atividades econômicas. Em suma, Penrose considera a firma como sendo mais do que uma unidade administrativa, ela é, também, um conjunto de recursos produtivos, cuja disposição entre diversos usos, é determinado por decisões administrativas. Assim, um importante aspecto da definição da firma para Penrose (2006, p. 50) é o “papel de unidade de planejamento administrativo autônomo, cujas atividades são inter-relacionadas e coordenadas por políticas formuladas com vistas a seus efeitos na empresa como um todo”. A administração central deve ser responsável pelo estabelecimento ou alterações da estrutura administrativa da firma, formulando políticas e tomando decisões incluindo as decisões financeiras e de investimentos.



Segundo Penrose (2006) a diferença entre uma firma produtiva em funcionamento e uma associação de investimentos financeiros é de que a primeira organiza uma produção enquanto a outra detém investimentos financeiros, contudo, a medida que a atuação da firma produtiva vai se descentralizando por se tornar maior, as linhas de autoridade tornam-se tênues permitindo maior autonomia entre as partes que a constituem. Os limites de até onde a firma pode chegar ao desviar da sua atividade fim, ou seja para aumentar o lucro, ou para sobrevivência, ou para crescimento deve ser estabelecido pelos administradores sempre com o propósito de manter a aptidão da firma, ou sua razão de ser. Uma firma cresce ao expandir seu poder financeiro, por meio de *portfólio* de atividades, e seu crescimento continua tendo significado econômico, não tanto para a organização da produção e sim para a concentração do controle financeiro e as possibilidades de usar tal controle na manipulação dos recursos para atender os interesses do grupo controlador (DIMAGGIO, 2009; PENROSE, 2006; FLIGSTEIN, 1990). Na atualidade, a lógica financeira focada no valor dos acionistas está predominando nas firmas onde o controle financeiro vem prevalecendo sobre o controle operacional (FLIGSTEIN, 1990). A ideia central na concepção da firma voltada à geração de valor para o acionista é a de que o único propósito legítimo da firma é maximizar o valor para o acionista (FLIGSTEIN, 2004).

Para Penrose (2006) e Jensen e Meckling (1976) o crescimento da firma poderá ser mais bem explicado ao considerar que as decisões de investimentos são guiadas por oportunidades de maximizar o lucro. O propósito do lucro quando aplicado aos executivos se baseia no pressuposto psicológico de que os aumentos na renda trazem vantagens para eles, impulsionando-os para obter quanto mais puder (JENSEN, 2001). Para garantir que os executivos atuem de maneira a atender o interesse dos acionistas, os investidores elaboraram pacotes de remuneração aos executivos atrelados ao resultado de curto prazo das empresas; ao longo do tempo, os investidores começam a participar mais ativamente dos conselhos de administração das empresas e a influenciar suas gestões (MARX; SOARES, 2008).

Os lucros só geram vantagens para os administrados se forem repassados em forma de renda (bônus) (GOLDSTEIN, 2015). Os administradores assalariados não ganham na forma monetária ao distribuir dividendos, mas sim, evitam que os acionistas reclamem o capital adicional que for necessário e, também, para formar ou manter a reputação da firma (PENROSE, 2006). Os administradores de uma firma têm muito mais a ganhar se fundos pudessem ser retidos e reinvestidos na firma (LAZONICK; O'SULLIVAN, 2000), desta

forma o administrador ganha prestígio em razão de tal comportamento e satisfação pessoal com o crescimento bem-sucedido da firma. Já as firmas têm interesse em obter lucros para pagar dividendos aos acionistas, tais dividendos são encarados como se fosse um custo a ser mantido dentro dos limites necessários para conservar a fidelidade dos investidores (CHESNAIS, 2015). Todavia os pagamentos aos acionistas são um custo de capital para a firma e, portanto, esses pagamentos tendem a restringir o investimento (CROTTY, 1990; (DAVIS; STEIL, 2001).

As decisões financeiras e de investimentos das firmas são controladas pelo desejo de aumentar o lucro total a longo prazo (JENSEN, 2001). O lucro aumentará com cada acréscimo de investimento que gerar um rendimento positivo, independente do que ocorrer com a taxa de rendimento marginal dos investimentos, e as firmas vão querer expandir o mais rápido possível, a fim de tirar proveito das oportunidades de expansão que considerarem lucrativas (JENSEN; MECKLING, 2008).

Os administradores da firma que desejam maximizar o lucro, em longo prazo, oriundos de investimentos na própria empresa apresentam interessante implicação para os vínculos entre o desejo de crescer e o desejo de obter lucros (JENSEN; MECKLING, 2008). Sendo assim, a direção do crescimento de uma firma depende do quanto ela se mantém alerta para agir conforme as oportunidades de investimentos lucrativos.

As possibilidades produtivas consideradas viáveis por seus empresários são denominadas pela autora de “oportunidade produtiva”. Essas oportunidades são tratadas na Teoria do Crescimento da Firma como limitadas em qualquer período, ou pela firma não perceber tais oportunidades, ou por não querer aproveitá-las ou por incapacidade de fazê-lo.

A decisão de uma firma por crescimento contínuo, ou de se manter estabilizada, ou de desacelerar constitui uma decisão empresarial denominado pela autora de decisão que depende do “empreendedorismo” da firma e não de cálculos estatísticos. Para a autora, esta é a “primeira decisão”, sendo provável que é neste momento que o “espírito da empresa” adquire seu maior significado. A firma empreendedora irá destinar permanentemente parte de seus recursos na investigação de possíveis projetos de expansão lucrativos partindo do pressuposto de que sempre pode haver oportunidades para um crescimento lucrativo, ou de que a expansão é necessária num mundo competitivo.

Para Penrose existem empresários que estão interessados na lucratividade e crescimento das suas firmas como organizações para a produção e distribuição de bens e

serviços, como também aqueles que possuem natureza diferente por serem movidos por visões da criação de impérios produtivos abrangendo várias áreas. Penrose os chama de empresários produtivistas e empresários construtores de império.

O empresário produtivista baseia seus interesses na melhoria da qualidade dos seus produtos, na redução de custos, no desenvolvimento de novas tecnologias, na ampliação de seus mercados por meio de melhores serviços e na introdução de novos produtos para os quais eles acreditam que suas firmas dispõem de vantagens produtivas e distributivas. São empresários que se orgulham das suas firmas e defendem o ponto de vista de que a melhor maneira de obter lucros é por meio da melhoria e expansão de suas organizações.

Os construtores de império são empresários políticos e estrategistas dos negócios que se envolvem em todos os projetos que lhes pareçam lucrativos. Muitos são especuladores financeiros e as coleções de empresas que adquirem nunca assumem características individuais das firmas. Esses empresários podem apegar-se em um determinado campo produtivo, investindo fortemente no setor industrial, com a noção de obter uma posição dominante; ou diversificam suas atividades envolvendo-se em diferentes setores, inclusive, no mercado financeiro.

Segundo Andersson, et al. (2008), numa era de valor para os acionistas, o objetivo da estratégia da firma é fortalecer as finanças operacionais e aumentar as chances de acumular recursos para os acionistas no mercado financeiro. Para tanto, o autor apresenta um esquema organizacional onde os processos e os elementos, dentro do processo de criação de valor, são executados da esquerda para a direita, conforme visualizado no Quadro 5.

Estratégia: Análise e Formulação.	Governança das partes interessadas: contrato, agência de arbitragem e incentivos.	Desempenho financeiro corporativo, narrativas e avaliação.	Valor de mercado e acumulação de capital.
---	---	--	---



Quadro 5: Estratégia para criação de valor: processos, elementos e direção  
Fonte: (ANDERSSON, T.; HASLAM, C.; LEE, E.; TSITSIANIS, N. 2008)

Percebe-se que na formulação da estratégia, os contratos, a arbitragem e os incentivos gerenciais alimentam os indicadores de desempenho financeiro corporativo, e isso, juntamente com as narrativas, contribui na formulação do valor de mercado e acumulação de capital.

## 2.2 AS TRANSIÇÕES DOS REGIMES DE ACUMULAÇÃO DE CAPITAL

Neste tópico será abordado como se deu as transições dos regimes de acumulação de capital. Primeiramente será discutido como é composto o regime de acumulação e o modo de regulação que predominaram ao longo dos anos, dando maior ênfase no fordismo, até o regime de acumulação atual denominado de regime acumulação financeira.

### 2.2.1 Regime de acumulação e modo de regulação

Os autores Aglietta (1976); Boyer (1990) e Lipietz (1989) por partirem das contradições inerentes do sistema capitalista, são marxistas e extraem das obras desse pensador o conceito de modo de produção que se desdobra em duas categorias: os conceitos de regime de acumulação e de modo de regulação. Por regime de acumulação se entende o conjunto das regularidades econômicas e sociais capazes de garantir a acumulação de capital “moldando as feições de um modelo de crescimento de longo prazo”; e por modo de regulação, o conjunto de procedimentos e comportamentos individuais ou coletivos, ou seja, os agentes que comandam o regime de acumulação (BOYER, 2009); “neste sentido, o modo de regulação figura como a materialização do regime de acumulação em vigor” (PAULANI, 2009, p.25).

Para existir um sistema de acumulação, é necessário que o esquema de reprodução seja coerente ao ajustar o comportamento dos envolvidos no processo. Sendo assim, é necessário haver:

[...] uma materialização do regime de acumulação que toma a forma de normas, hábitos, leis, redes de regulamentação etc. que garantam a unidade do processo, isto é, a consistência apropriada entre comportamentos individuais e o esquema de reprodução (HARVEY, 1992 p.117).

Um regime de acumulação descreve os princípios macroeconômicos, a estabilização e a compatibilidade, por um longo período, entre as transformações nas normas de produção e as transformações nas normas de uso do produto social. Implica, também, correspondência entre a transformação tanto das condições de produção como das condições de reprodução de assalariados (HARVEY, 1992; LIPIETZ, 1989).

O Quadro 6 apresenta as características que compõem os conceitos de regime de acumulação e modo de regulação. Quando o regime de acumulação e modo de regulação estão articulados, a partir de suas formas institucionais, determina-se a forma específica do

regime de acumulação vigente em cada momento, pois “o regime de acumulação aparece como o resultado macroeconômico do funcionamento de um modo de regulação, tendo como base um modelo de industrialização” (LIPIETZ, 1989, p. 13).

REGIME DE ACUMULAÇÃO	MODO DE REGULAÇÃO
<b>Regularidades Sociais e Econômicas</b>	<b>Formas Institucionais</b>
Forma de organização da produção e a relação dos trabalhadores com os meios de produção.	Relação de trabalho (divisão técnica do trabalho).
<b>Horizonte temporal da valorização do capital a partir do qual são definidos os princípios de gestão.</b>	Relação concorrencial (tipo de concorrência que predomina)
Composição da demanda social.	Regime monetário e financeiro (que tipo de moeda predomina, e qual o <b>papel das finanças</b> ).
Padrão distributivo relacionado à produção dinâmica das diversas classes e grupos sociais.	Organização do Estado (formas de intervenção).
Articulação com formas não capitalistas.	Regime internacional (relações econômicas entre as economias).

Quadro 6: Características de Regime de Acumulação e do seu Modo de Regulação

FONTE: Elaboração própria a partir de PAULANI, 2009 (*grifo nosso*).

Já o descompasso entre o regime de acumulação e o modo de regulação - consequência de rupturas e descontinuidades no processo de reprodução do capital - é o principal gerador de crises no sistema capitalista, desarticulando as formas institucionais (BOYER, 2009; LIPIETZ, 1989; PAULANI, 2009).

Para explicar as transições dos regimes de acumulação e seus desdobramentos, este estudo busca subsídios na teoria da regulação que, segundo Boyer (2009, p. 79), deixa claro os encadeamentos conjunturais das principais variáveis macroeconômicas, tais como são compreendidas pelos agentes econômicos. Paulani (2009, p. 25) afirma que essa teoria procura “forjar um instrumental teórico capaz de explicar como se dá a reprodução de relações sociais que são contraditórias”. Ou ainda, segundo Lipietz (1989, p. 13), a teoria da regulação trata da combinação das formas de ajustamento - hábitos culturais, modelos de cálculos, formas institucionais e procedimentos que assegurem a reprodução do capital - das antecipações e dos comportamentos contraditórios dos agentes individuais aos princípios coletivos do regime de acumulação. Estudo mais recentes como de Hans-Jürgen Bieling; Johannes Jäger e Magnus Ryner (2016), enfatizam que a teoria da regulação oferece *insights* críticos e esclarecedores no qual pressupõem que a mesma supera a separação prevalecente entre a economia e o domínio político ou entre a economia neoclássica e a ciência política

institucionalista e que a abordagem reguladora fornece base sólida para a análise da crise e o entendimento das mudanças de paradigmas advindos com o capitalismo financeiro.

Boyer (2009) apresenta dois parâmetros-chaves da natureza da acumulação: (1) com dominante extensiva: se a configuração produtiva for ampla, mas sem uma mudança maior das técnicas de produção; (2) com dominante intensiva: se a organização da produção for permanentemente transformada para se extraírem ganhos da produtividade. No Quadro 7 pode-se observar o quadro sinóptico dos regimes de acumulação.

COMPONENTES	EXTENSIVO COM REGULAÇÃO DE CONCORRÊNCIA	INTENSIVO SEM CONSUMO DE MASSA	INTENSIVO COM CONSUMO DE MASSA	EXTENSIVO, NÃO- IGUALITÁRIO
Organização da produção	Grande manufatura	Taylorismo, em seguida cadeia de montagem	Mobilização dos rendimentos em escala	Esgotamento dos ganhos de produtividade e terceirização
Relação salarial	Competitiva	Sempre competitiva apesar do crescimento do salário	Codificação do compartilhamento dos ganhos de produtividade	Descentralização, individualização e enfraquecimento das organizações coletivas
Compartilhamento do valor agregado	Regulado pela frota de reserva	Em benefício dos lucros	Estabilização <i>ex ante</i> do compartilhamento	Redução da porção salarial, em seguida estabilização
Composição da procura social	Rural, burguesa, despesas públicas	Parte crescente da procura dos assalariados	Papel motor da procura dos assalariados	Estratificada em função da renda, ela mesma ligada as competências.

Quadro 7: Quadro sinóptico dos regimes de acumulação

Fonte: Boyer (2009, p. 87)

Segundo Boyer (2009) a *acumulação extensiva com regulação* de concorrência assegurou o florescimento do primeiro capitalismo industrial. Nesse período a acumulação desenvolve-se no setor das empresas industriais capitalistas. A reprodução econômica concentra-se sobre a procura pelas populações do campo, pela burguesia ou então pelas despesas públicas.

No período entre guerras as formas institucionais passaram por transformações fundamentais como, por exemplo, novas técnicas para o desenvolvimento de novos produtos e pressão na racionalização dos métodos de produção. Os ganhos de produtividade do período ilustram a transição para uma *acumulação intensiva sem consumo de massa* construída a

partir da cumulatividade da melhoria das técnicas de produção em massa e de escala. Segundo Boyer (2009) nesse período a aceleração da produtividade conduz ao início de uma acumulação puxada pelos lucros, mas que acaba entrando em choque com um desequilíbrio entre a capacidade de produção e a procura. A crise de 1929 nos Estados Unidos, o *boom* e a euforia dos anos 20 ilustram a inviabilidade do regime de acumulação oriundo da Primeira Guerra Mundial.

O *regime de acumulação intensivo* baseado no consumo de massa inicia com a era do fordismo. A partir dos anos 50 a produção e consumo em massa andavam juntos devido à institucionalização de uma relação salarial fordista baseada no princípio do compartilhamento *ex ante* dos ganhos de produtividade. A aplicação da ciência e dos avanços tecnológicos à produção torna-se sistemática, enquanto se alarga o horizonte temporal de valorização do capital (DAVIS; KIM, 2015). Neste período há o incentivo do Estado para o investimento produtivo na realização de infraestrutura para à eficiência da produção promovendo a cobertura social para a proteção dos assalariados e, políticas de estabilização da conjuntura (BOYER, 2009).

O regime que se estendeu ao fordismo devido sua crise por um esgotamento das fontes anteriores de ganhos de produtividade, em decorrência da dificuldade de conseguir ganhos diante da demanda de diferenciação de produtos e da consternação da lógica do trabalho cotidiano, deu início a uma nova transição de *acumulação com dominante extensiva*. O regime baseia-se, portanto, em aprofundamento da diferenciação dos produtos em resposta ao aumento das desigualdades, sendo o princípio de retroação da acumulação (BOYER, 2009).

A transição do fordismo para o pós fordismo marca o início de um novo regime de acumulação; uma mudança frente à queda na produtividade, em especial dos Estados Unidos. Com os avanços na telecomunicação, o sistema financeiro propiciou, por parte das empresas do setor industrial, cobrir a queda na produtividade e financiar linhas produção flexíveis. O avanço deste processo demandou um sistema financeiro internacional mais dinâmico, logo desregulamentado.

O regime de acumulação fordista teve uma longa história que estendeu por quase meio século, dependendo de muitas decisões individuais, corporativas, institucionais e estatais, sendo muitas dessas escolhas em repostas às tendências da crise do capitalismo que se deu na Grande Depressão dos anos 30, culminando com a II Guerra Mundial, implicando

em planejamento de larga escala e racionalização do processo de trabalho. De um lado, o fordismo avançou a partir de um regime de acumulação caracterizado por um sistema de produção baseado essencialmente na grande empresa industrial, nas economias de escala internas à empresa, na organização taylorista do trabalho e na localização em grandes cidades ou centros urbanos; de outro lado, pelos postulados da Revolução Keynesiana que se transformaram em uma ideologia de viés econômico e, principalmente, político, sustentando o sistema nas décadas de 1940, 1950 e 1960 (LIPIETZ, 1989; (LLORENS, 2001), ou seja, o crescimento econômico via *déficit* público – maciços investimentos do estado em infraestrutura, por exemplo.

O período pós-guerra trouxe a ascensão de uma série de indústrias baseadas em tecnologias amadurecidas no período entre guerras e levadas a novos extremos de racionalização na II Guerra Mundial. Os carros, a construção de navios e de equipamentos de transporte, o aço, os produtos petroquímicos, a borracha, os eletrodomésticos e a construção se tornaram propulsores do crescimento econômico. Para Harvey (1992) a expansão pós-guerra dependeu de uma série de compromissos e reposicionamentos por parte dos principais atores dos processos de desenvolvimento capitalista. O Estado assumiu novos papéis e construiu novos poderes institucionais, o capital corporativo teve de se ajustar em certos aspectos para obtenção mais eficaz da lucratividade, o trabalho organizado assumiu novos papéis e funções relativos ao desempenho nos mercados de trabalho e nos processos de produção.

O regime de acumulação fordista manteve a expansão do período pós-guerra até meados de 1973, início de profunda recessão causada pelo primeiro choque do petróleo e que “colocou em movimento um conjunto de processos que solaparam o compromisso fordista” (HARVEY, 1992, p. 140). O primeiro choque do petróleo, associado às mudanças no “padrão de consumo” (FONTENELLE, 2014) e à queda na produtividade do trabalho, culmina no esgotamento relativo daquele modelo. O principal problema do fordismo estava ligado à rigidez: dos investimentos de capital fixo de larga escala e de longo prazo em sistemas de produção em massa, nos mercados, na alocação e nos contratos de trabalho, fatores que impediam a flexibilidade de planejamento e presumiam crescimento estável em mercados de consumo (HARVEY, 1992; LIPIETZ, 1989).

Devido tais fatores começaram a surgir questionamentos e modificações ao modelo de acumulação fordista: de um lado, a mudança na trajetória do progresso tecnológico com



tendências para formas produtivas mais flexíveis com maior capacidade de adaptação por parte da oferta produtiva em relação à demanda, maior compromisso com a qualidade dos produtos e organização técnica e gerencial mais eficiente devido à informática; de outro lado, encontra-se a crescente competição decorrente da maior internacionalização e abertura comercial das economias (LIPIETZ, 1989; LLORENS, 2001). A pressão sindical em favor de melhores salários, a quebra do sistema monetário internacional e o deslocamento do sistema de câmbios fixos completam o conjunto dos aspectos que mais influenciaram no esgotamento do modelo de acumulação fordista nos países centrais (LLORENS, 2001).

Entretanto, com o esgotamento do regime de acumulação fordista como fonte do crescimento econômico e de margens de lucro iniciou-se a transição para um novo paradigma produtivo, o regime de acumulação pós-fordista. Para Harvey (2007, p. 135), “o período de 1965 a 1973 tornou cada vez mais evidente a incapacidade do fordismo e do keynesianismo de conter as contradições inerentes ao capitalismo”, incapacidade sintetizada na rigidez dos processos produtivos. Tal rigidez restringia a capacidade de expansão da produção, bem como a capacidade de expansão dos gastos públicos, exigindo do Estado a emissão de moeda para financiar tais gastos provocando um processo inflacionário na maioria das economias (HARVEY, 2007; TAVARES, 1981).

Segundo Harvey (1992, p. 140), “no espaço social criado por todas essas oscilações e incertezas, uma série de novas experiências nos domínios da organização industrial e da vida social e política começou a tomar forma”. Devido a essas novas experiências os primeiros passos para um novo regime de acumulação, que Harvey (1992) denomina de acumulação flexível, é marcado por um confronto direto com a rigidez do fordismo e apoiado na flexibilidade dos processos de trabalho, na utilização de maquinaria mais versátil; nos mercados de trabalho marcados pela heterogeneidade, na polivalência da força de trabalho, na precariedade e insegurança no emprego; nos produtos com maior diversificação e qualidade e nos padrões de consumo. Caracteriza-se pelo surgimento de novos setores de produção, novas maneiras de fornecimento de serviços financeiros, novos mercados e taxas altamente intensificadas de inovação comercial, tecnológica e organizacional (DAVIS; KIM, 2015; HARVEY, 1992; LLORENS, 2001).

A ruptura na acumulação de capital baseado no taylorismo e no keynesianismo deu início à transição para a acumulação de capital flexível, baseada na flexibilidade do sistema produtivo e nas reformas do Estado (em direção a um novo liberalismo econômico). Com

isso, o sistema de acumulação flexível emergiu como uma resposta à queda na produtividade e, conseqüentemente, na lucratividade das empresas a partir de um novo modelo de acumulação baseado na flexibilização das relações de produção, contrapondo-se à rigidez estabelecida pelo fordismo.

A sistemática da produção passou a ser concebida a partir do mercado (da demanda) frente às constantes mudanças nos padrões de consumo, (FONTENELLE, 2014), a acumulação flexível passa a determinar o ritmo do sistema. Segundo Harvey (1992) a acumulação flexível apresenta algumas proposições básicas: (1) o capitalismo é orientado para o crescimento: uma taxa equilibrada de crescimento é essencial para a saúde de um sistema econômico capitalista, visto que somente por meio do crescimento os lucros podem ser garantidos e a acumulação do capital, sustentada; (2) o crescimento em valores reais se apoia na exploração do trabalho vivo na produção: isso não significa que o trabalho se aproprie de pouco, mas que o crescimento sempre se baseie na diferença entre o que o trabalho obtém e aquilo que cria. O capitalismo está fundado, em suma, numa relação de classe entre capital e trabalho; (3) o capitalismo é, por necessidade, tecnológica e organizacionalmente dinâmico: decorre a partir de leis coercitivas, que impedem os capitalistas individuais a inovações em sua busca do lucro. Contudo, a mudança organizacional e tecnológica também tem papel-chave na modificação da dinâmica do capitalismo, movida por ambos os lados, no domínio dos mercados de trabalho e do controle do trabalho.

A passagem de acumulação de capital fordista para acumulação de capital flexível foi lenta, pois os investimentos em ativos de capital (aquisição de máquinas, equipamentos e construções não residenciais) se dariam no longo prazo; todavia os empresários precisavam manter seus investimentos como também auferir lucro no curto prazo para geração de caixa e continuidade nos processos produtivos. A forma encontrada tanto para auferir lucros no curto prazo quanto ter crédito disponível foi recorrer ao mercado financeiro. Tal ação, por parte dos empresários, ocasionou a expansão do capital fictício, o “capital que tem valor monetário nominal e existência como papel, mas que, num dado momento do tempo, não tem lastro em termos de atividade produtiva real ou de ativos físicos” (HARVEY, 1992, p. 171). Para Chesnais (2015, p. 35), “esse capital busca “fazer dinheiro” sem sair da esfera financeira, sob a forma de juros de empréstimos, de dividendos e outros pagamentos recebidos a título de posse de ações e, enfim, de lucros nascidos de especulação bem-sucedida”.

Este novo movimento abriu passagem para uma nova transição no regime de acumulação de capital, no qual “foi concedido à esfera financeira como o lócus da geração de fatos, a partir dos quais estariam sendo deflagrados os movimentos e as transformações do capitalismo” (KATZ, 2011, p. 40). Tal fenômeno foi denominado de “financeirização” onde a direção da causalidade, em relação às leis de movimento do capitalismo é apresentada como se originando fora da esfera da produção (KATZ, 2011).

### 2.2.2 Regime de acumulação financeira

Chesnais (1997;2002) foi um dos primeiros, se não o primeiro, a ter utilizado a expressão “regime de acumulação com dominação financeira”, ele designou o que pareceu ser uma configuração nova do capitalismo, na qual o movimento da acumulação e seu conteúdo econômico e social concreto seriam moldados pelas posições econômicas e sociais, concedidas a formas muito concentradas de determinado tipo de capital.

Em paralelo ao novo regime de acumulação de capital outras mudanças ocorriam no ambiente doméstico que refletiram diretamente sobre a valorização da financeirização. Para Minsky (2009, p. 123) “as dinâmicas do sistema financeiro que levam a mudanças institucionais ocorrem em função de atividades empresariais que buscam lucratividade, de instituições financeiras e dos usuários domésticos que lutam para prover o bem-estar familiar”. Chesnais (2015) cita alguns exemplos: (1) as famílias com rendas mais elevadas sentiram-se encorajadas, pelas disposições fiscais favoráveis, a investirem suas rendas excedentes em títulos de seguro de vida; (2) o pagamento dos salários, que se tornou mensal, foi acompanhado da obrigação de os assalariados abrirem uma conta em banco ou no Correio tal ação ocasionou expansão do crédito e de aplicações a curto ou a curtíssimo prazo. Tais mudanças, juntamente com alterações administrativas e na legislação refletiram a aura do sucesso daquele período que transformaram os sistemas financeiro e econômico (MINSKY, 2009).

Uma das características, segundo Plihon (1999, p. 133), do novo capitalismo “é estabelecer uma nova relação de forças em favor dos detentores do capital na economia mundial”. A intenção era reconsiderar o compromisso entre capital e trabalho e a divisão negociada dos ganhos de produtividade, assim como o papel das políticas públicas, que haviam prevalecido na fase fordista e reduzida provisoriamente o poder das finanças (PLIHON, 2015).

Para Tavares (2009, p. 1), “a financeirização passou a ser um padrão sistêmico globalizado em que a valorização e a concorrência no capitalismo operam sobre a dominância da lógica financeira”. Para Gudin<sup>1</sup> (1938, apud (Borges, 1996 p. 31) “tem se chamado de capitalismo financeiro a preponderância que se diz generalizada dos bancos ou elemento financeiro sobre o elemento industrial”, ou seja, a valorização do capital via sistema financeiro é preferida em detrimento da valorização do capital via produção, em que a lógica da produção passou a ser subordinada à lógica financeira.

Dentro desse contexto, destaca Paulani (2009, p. 27)

[...] as instituições que se especializaram na ‘acumulação pela via das finanças’ (fundos de pensão, fundos coletivos de aplicação, sociedades de seguros, bancos que administram sociedades de investimentos, fundos de *hedge*) tornaram-se, por meio dos mercados bursáteis, proprietárias dos grupos empresariais mais importantes em nível global e impuseram à própria acumulação de capital produtivo uma dinâmica orientada por um móvel externo, qual seja a maximização do ‘valor acionário’.

Com isso, Paulani (2009) demonstra que os detentores de papéis como ações e títulos não ocupam mais somente a posição de credores como caracterizava o regime anterior quando as finanças realocavam o *superávit* das poupanças para os agentes *deficitários*; o que prevalece no capitalismo financeiro são as finanças diretas, ou a dinâmica do mercado secundário de papéis. Porém, cabe ressaltar que “isso não significa que a valorização financeira seja quantitativamente mais importante que a valorização produtiva, ainda que [...] a riqueza financeira venha crescendo exponencialmente nos últimos 30 anos” (PAULANI, 2009, p. 28), destacando, ainda, que a valorização financeira é qualitativa.

A administração do caixa, por exemplo, não deve mais funcionar como apoiadora da produção, mas como apoiadora de lucro adicional, onde “os gestores dos grandes grupos de capital devem buscar, antes de tudo, a maximização do valor acionário da empresa [...]” (PAULANI, 2009, p. 28). Logo, um processo de acumulação financeira significa a capitalização de rendas obtidas a partir de títulos financeiros, constituindo capital no direito de propriedade sobre uma renda. A realização dessa renda não está ligada diretamente ao processo de produção, mas a um direito de participação no excedente gerado por uma empresa ou pela economia em conjunto.

---

<sup>1</sup> GUDIN, E. **Aspectos Econômico do Corporativismo Brasileiro**. In Almanak Laemmert. Rio de Janeiro, 1938.

Para Tavares (1981, p. 234), “o capital financeiro não representa, pois, o resultado da produção e acumulação do excedente econômico e sim da geração e acumulação de direitos de propriedade”. Dessa forma, é possível que não seja alterado o volume do excedente produzido, mas a forma como esse excedente é apropriado, a maneira como são distribuídas as rendas de propriedade entre os donos dos ativos. Portanto, dadas as condições de demanda existentes num dado período, pode ser mais interessante para a organização aplicar recursos no mercado financeiro em vez de ampliar a capacidade produtiva da empresa. O capitalismo financeiro tornou-se autônomo da produção, ou seja, o mercado financeiro como fomentador do mercado de bens passou a apresentar uma dinâmica independente no acúmulo de riqueza, principalmente a partir da desregulamentação do sistema financeiro internacional e das inovações financeiras (CARRUTHERS; KIM, 2011).

As decisões sobre alocação de recursos financeiros também passaram por profundas mudanças decorrentes do processo de Financeirização, o crédito deixou de se basear principalmente em empréstimos de bancos para se basear cada vez mais em títulos negociados por investidores financeiros (fundos de pensão, fundos de *hedge*, fundos mútuos) nos mercados de balcão.

A adoção de inovações financeiras complexas, combinadas com um enorme aumento do crédito sob a forma de títulos levou àquilo que Bourguinat e Brys (2009) chamaram "uma disfunção generalizada do genoma das finanças", na medida em que tal mistura de inovações financeiras ocultava e ampliava o risco envolvido em cada inovação. Essa mistura, combinada com a especulação clássica, levou o preço dos ativos financeiros a aumentar, ampliando a riqueza financeira ou o capital fictício, que se expandiu a uma taxa muito mais elevada do que a da produção, ou riqueza real (BRESSER-PEREIRA, 2010).

No ambiente de negócios, segundo Davis (2015), as mudanças foram: (1) transformação do setor empresarial; (2) aumentos na desigualdade; (3) teoria e tecnologia permitiram novas e mais rápidas negociações; (4) mercados de ações abriram em dezenas de novos países, mudando a forma como as empresas estão estruturadas; (5) mudança de cultura e negócios na sociedade.

Para Paulani (2009, p. 31) “é toda essa massa de riqueza à busca de valorização fora do circuito da produção que está na base da grita geral por desregulamentação e abertura financeira dos mercados”, e que vai ter em Thatcher na Grã-Bretanha e por Reagan nos EUA seus implementadores. Sasse (2016), concorda que as instituições financeiras são

importantes e de que a sociedade precisa dela, pois as finanças têm a capacidade de criar e distribuir o capital de forma eficiente. O mercado financeiro com suas oportunidades aprimoradas para empréstimos lucrativos gerará um aumento em seus lucros, mas também gerará aumento no lado da oferta da indústria expandindo seus mercados (BARAGAR; CHERNOMAS, 2012). O paradoxo é que o capital financeiro tem sido utilizado para investimentos especulativos enriquecendo ainda mais os donos do capital e destruindo empresas saudáveis, diretamente por meio de ações desvalorizadas e outros ativos financeiros e indiretamente por meio do impacto da crise na demanda dos consumidores e no acesso ao crédito. Sassen traz o seguinte exemplo:

na Coreia do Sul, firmas cujos produtos tinham demanda em mercados nacionais e estrangeiros e que contavam com trabalhadores e máquinas para atender a pedidos do mundo inteiro, mas que precisaram fechar porque a fonte de crédito secou ficando impossibilitadas de pagar os gastos iniciais de produção. O resultado foi o desemprego de mais de um milhão de trabalhadores das fábricas (SASSEN, 2016, p. 168).

Segundo Costa (2012) o conjunto do sistema produtivo, para expandir seu crédito em termos reais tinha de emitir novos títulos de dívida primária descontáveis no sistema financeiro: títulos mercantis (duplicatas, letras de câmbio), pessoas (notas promissórias) ou patrimoniais (hipotecas). Essa dívida direta tinha como limite a garantia real da produção, do consumo e do patrimônio, não podendo se estender além deles. Assim, não podia se estender na crise. Já a dívida indireta, baseada em títulos financeiros com apoio na dívida pública e interfinanceira, não tinha limite algum, salvo a credibilidade e o poder do sistema financeiro ante si mesmo e ante a autoridade monetária.

Sassen (2016) defende que o capital deveria ser usado para investimentos em grande escala em bens públicos e na busca de desenvolvimento da manufatura. O capital financeiro deveria ser reorientado para responder as necessidades da sociedade. Como, por exemplo, ocorreu na China, o capital financeiro ajudou a tirar inúmeras pessoas da pobreza por meio do investimento na manufatura e em infraestrutura. Usar o capital financeiro para expandir setores da economia real e tornar a economia mais ecológica e distributiva minimiza as concentrações de riqueza e poder conforme ocorre nos investimentos especulativos.

A financeirização, como já abordado anteriormente, é carregada de tensões e tendências contraditórias. A acumulação cria, aprofunda via alavancagem e estende camadas de reivindicações de ativos aparentemente líquidos sobre a economia real de produção e consumo, mas ainda assim permanece a incerteza dessas reivindicações ilusórias não serem

consistentemente cumpridas. Baseia-se no pressuposto de que é possível calcular, controlar, gerir e prever riscos e incertezas futuras (CHIMA; LANGLEY, 2012).

### 2.3 HIPÓTESES QUE SE DEDUZEM DA BASE TEÓRICA

Recorrendo a diferentes vertentes das teorias econômica, social e política, de forma a complementar o levantamento de estudos que analisaram a específica relação entre financeirização e investimentos em ativos reais e rentabilidade, neste tópico, serão apresentadas as hipóteses extraídas do referencial teórico.

Num primeiro momento observou-se, na literatura, como a globalização financeira trouxe custos e benefícios, em especial, para as economias em desenvolvimento econômico. Segundo Kose et al. (2009) as evidências parecem conflitantes por não haver evidências robustas dos benefícios da liberalização financeira, apesar de vários estudos relatarem tal crescimento, como os estudos de Supić (2008) que identificou que a economia do pós-guerra acomodou o poder da classe trabalhadora. Josifidis, Lošonc, Supić (2010) afirmaram que o neoliberalismo tem alimentado o poder do capital ocasionando a polarização da distribuição de renda no qual se manifesta na evolução salarial. E, segundo Lin e Tomaskovic-Devey (2013) que identificaram que a economia dos EUA testemunhou um forte aumento da desigualdade na distribuição de renda pessoal.

Estudo empírico de Stockhammer, Onaran e Ederer (2009), em vários países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), apontou que a globalização financeira, a globalização do comércio e o declínio da densidade sindical tem sido as principais forças por trás do declínio da participação salarial. Em contrapartida, Alexious e Nellis (2016) argumentaram que o declínio na participação dos salários é atribuído, principalmente, às mudanças tecnológicas e não apenas ao ambiente econômico globalizado. Já, para Hein (2013) o capitalismo financeiro contribui para a queda da renda do trabalho, desde a década de 80, por três principais canais: (1) mudança na composição setorial da economia; (2) aumento nos salários gerenciais e nos lucros crescentes dos rentistas e, portanto, nas despesas gerais e (3) enfraquecimento do poder de barganha sindical.

Outros estudos apontam para alguns fatores nos quais a financeirização pode dificultar o investimento em ativo real e conseqüentemente a geração de emprego e o desenvolvimento econômico (APPELBAUM, BATT; CLARK, 2013; CHAN, 2013; DAVIS, 2013;

FONTENELLE, 2014; GOLDSTEIN, 2015; WEISS, 2015) devido a mudança da atividade econômica da produção para as finanças (APPELBAUM, 2013; (FOSTER, 2007) ocasionando mudanças substanciais nas estratégias, nas relações sociais e nas estruturas corporativas (CARRUTHERS, 2015; CHAN, 2013; DAVIS; KIM, 2015; KARYOTIS; ONOCHIE, 2016) ao ter o envolvimento crescente dos atores econômicos nas transações financeiras (CARRUTHERS, 2015; KRIPPNER, 2012).

Após a apresentação de alguns estudos que apresentam evidências conflitantes sobre a financeirização, o *primeiro argumento* desta tese é de que a financeirização reduz os investimentos em ativos reais. Para Amaral, et al (2010) o aumento dos investimentos em ativos financeiros pode ter um efeito de “emagrecimento” em investimentos reais ocasionando o que os autores chamam de exercício de captação de recursos, ao invés de criação de valor. Ackroyd e Murphy (2013) encontraram evidências de que os executivos têm procurado rentabilidade de curto prazo em detrimento do crescimento em longo prazo gerando desvantagens no setor produtivo. E, Demir (2009) identificou que os retornos crescentes dos ativos financeiros em relação aos ativos fixos reduziram a acumulação nas ENFs na Argentina, no México e na Turquia.

Orhangazi (2008); Hein e Van Treeck (2010); Hein (2012); Hein e Dodig (2015) defendem que o aumento do crescimento das finanças prejudica o investimento real das ENFs por meio de dois canais: (1) o maior envolvimento das ENFs em atividades financeiras no qual tende a desviar fundos de investimentos reais (*crowding out*)<sup>2</sup>; (2) as fortes pressões das ENFs para aumentar seus pagamentos financeiros aos acionistas e investidores ocasionando menores taxas de retenção de lucro e menos recursos para projetos produtivos de longo prazo. A Figura 1 exhibe os canais e os fatores que alimentam cada um deles, associados com os efeitos da estratégia de financeirização no investimento real.

---

<sup>2</sup> Quando os investimentos financeiros substituem cada vez mais o investimento em ativos físicos (DAVIS, 2017).



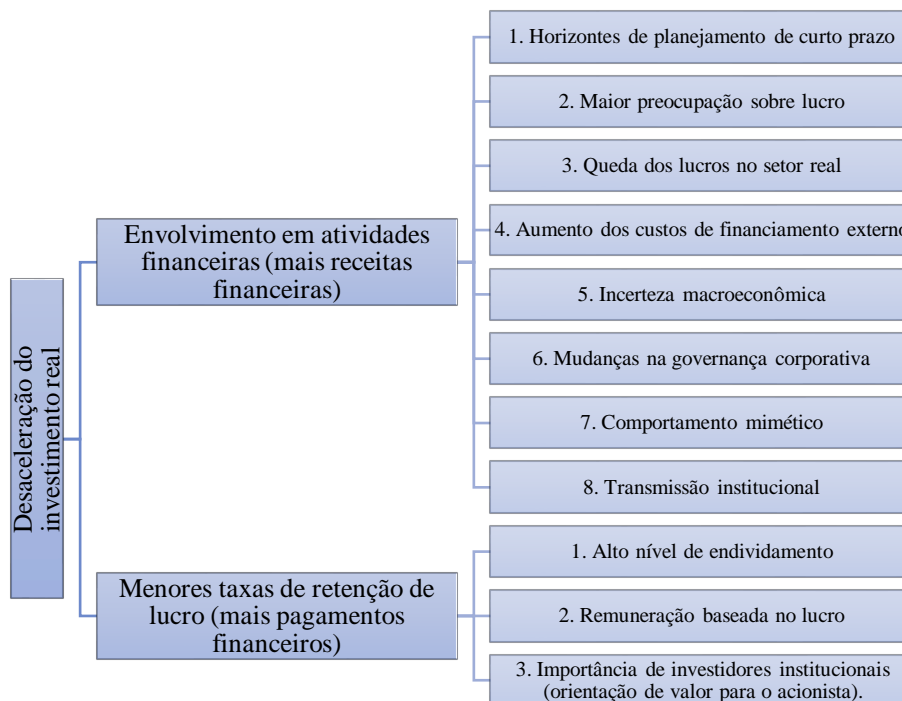


Figura 1: Os canais associados com os efeitos da financeirização nos investimentos em ativos reais.  
 Fonte: BARRADAS, 2017

No Quadro 8 pode-se observar o primeiro canal denominado de *envolvimento em atividades financeiras*, seus sete fatores e a descrição de cada fator.

<p><b>Primeiro Fator</b> Horizontes de Planejamento de Curto Prazo</p>	<p>O aumento dos investimentos financeiros, por parte das ENFs, resultou da incompatibilidade do planejamento de curto prazo com os projetos reais de longo prazo (CROTTY, 2005). Tal fato já descrito na literatura pós-keynesiana no qual concebe a empresa como um "campo de batalha" para diferentes interesses investidos (STOCKHAMMER, 2006). O tipo mais visível de conflito interno reflete-se na preferência dos acionistas por rentabilidade de curto prazo, o que prejudica o acúmulo de capital fixo (HEIN; VAN TREECK, 2010). Para Aspara <i>et al.</i> (2014) essa visão de curto prazo reflete uma tendência entre os investidores de sacrificar projetos de investimento de longo prazo para aumentar os lucros no curto prazo, fato este definido por Samuel (2000) como "miopia gerencial". A financeirização oferece uma opção de reserva para que as empresas invistam em ativos financeiros reversíveis de curto prazo, contudo, essa nova prática tem afetado negativamente os planos de investimento de longo prazo (TORI; ONARAN, 2018).</p>
<p><b>Segundo Fator</b> Maior preocupação sobre os lucros</p>	<p>Crotty (1990) demonstra, em seu estudo, que os acionistas estão mais preocupados com a lucratividade no curto prazo do que com a expansão a longo prazo. Orhangazi (2008), Hein (2012), Hein e Dodig (2015) e Baud e Durand (2012) corroboram com o fato dos gerentes priorizarem retornos de curto prazo e ressaltam que as empresas não financeiras enfrentam um "trade-off de lucro-crescimento", pois os acionistas são orientados principalmente para a lucratividade de curto prazo, desestimulando os investimentos em ativos reais. Essas pressões encorajam investimentos financeiros, que tendem a produzir lucros de curto prazo maiores e mais especulativos, em vez de investimentos reais que normalmente envolvem mais incertezas e só produzem lucros a médio e longo prazo (BARRADAS, 2017). Tal fato se deve, segundo Tomaskovic-Devey, Lin e Meyers (2015), devido ao fato do desempenho dos gestores não ser mais avaliado em termos de participação de mercado, mas sim de acordo com sua capacidade de gerar lucros no curto prazo e preços mais altos das ações.</p>

*continua*

<b>Tercero Fator</b> Queda nos lucros no setor real	Crotty (2005) e Orhangazi (2008) demonstram que as ENFs se envolvem em atividades financeiras em reação à tendência de queda dos lucros do setor real e ao aumento dos custos de financiamento externo, fato que vem ocorrendo desde a década de 1980. Estudo de Baud e Durand (2012) corrobora tal afirmação ao demonstrar que o envolvimento dos varejistas norte-americanos nas atividades financeiras é resultado do declínio nas oportunidades lucrativas em investimentos reais, motivados pelo amadurecimento dos mercados, baixas taxas de lucro, regulamentações mais rígidas, demanda desacelerada do consumidor e competição crescente.
<b>Quarto fator</b> Aumento dos custos de financiamento	No final do período pós-guerra ocorreram restrições políticas que levaram à financeirização da economia dos EUA (KRIPPNER, 2011). A regulamentação do crédito tornou-se incongruente com a alta inflação e forçou os atores estatais a favorecer certos setores, diante disso, o estado desregulou os tetos da taxa de juros em 1980 e o capital estrangeiro fluiu para os EUA devido aos altos custos dos empréstimos e à nova mobilidade do capital (SOENER, 2015).
<b>Quinto Fator</b> Incerteza macroeconômica	Sooner (2015) afirma que é o fator que mais contribui para as ENFs se tornarem mais financeirizadas, pois precisam permanecer viáveis mesmo em momentos de instabilidade econômica. Para Crotty (2005) os acionistas tendem a coagir as ENFs a permanecerem competitivas e lucrativas mesmo em ambientes de retração, induzindo os administradores a migrar de investimentos produtivos para investimentos financeiros. Segundo Davis (2017) as pequenas empresas sofrem mais os impactos da volatilidade do mercado, principalmente devido às restrições para captação de recursos, portanto, acabam tomando menos empréstimos, esforçam-se mais para manter a liquidez e investem menos em ativos reais. Por outro lado, embora a volatilidade também impacte as grandes empresas, a orientação para o valor do acionista impacta mais significativamente o comportamento de investimento em ativos reais (DAVIS, 2017).
<b>Sexto Fator</b> Mudanças na governança corporativa	No início da década de 1980 o processo de financeirização não só levou a um rápido aumento da acumulação financeira, como também resultou em uma reorganização da governança corporativa desempenhando papel fundamental na reestruturação das corporações com foco em garantir a sobrevivência e o crescimento e não como maximizadores de lucro (FLIGSTEIN, 1990; USEEM, 1993; LAZONICK e O'SULLIVAN, 2000; FLIGSTEIN; SCHIN, 2004). Neste período, as opções de ações começaram a desempenhar um papel significativo, se não dominante. (HOLMSTROM; KAPLAN, 2001).
<b>Sétimo Fator</b> Comportamento mimético	Soener (2015) a partir de uma perspectiva neoinstitucionalista enfatiza que as ENFs aprendem a fazer finanças por meio do comportamento mimético, ou seja, observando o que as outras empresas estão fazendo. O autor observa, também, que alguns atores, como executivos financeiros ou consultores independentes, influenciam investidores e gerentes a fazer mais investimentos financeiros. Segundo Davis, Diekmann e Tinsley (1994) durante as oscilações da economia na década de 1980, os gerentes aprenderam a minimizar o risco de uma oferta de aquisição alavancando e concentrando-se em suas "competências essenciais". Para Fiss e Zajac (2004) o isomorfismo mimético sustentou a ideologia do valor para o acionista e integrou o financiamento à economia "real" (DAVIS, 2009)

Quadro 8: Canal 1- Envolvimento em atividades financeiras

No Quadro 9 pode-se observar o segundo canal denominado *menores taxas de retenção de lucro*, seus três fatores: (1) alto nível de endividamento (2) remuneração baseada no lucro e (3) importância dos investidores institucionais e a descrição de cada fator.

<b>Primeiro Fator</b> Alto nível de endividamento	Associado às pressões para aumentar os valores pagos em juros, dividendos e recompra de ações aos acionistas, é o alto nível de endividamento. O estudo de Orhangazi (2008) demonstra que os altos níveis de endividamento das ENFs, levam ao aumento dos pagamentos financeiros sob a forma de juros.
<b>Segundo Fator</b> Remuneração baseada no lucro	Em relação aos pagamentos financeiros por meio de dividendos, Barradas (2017) observa que os gestores são incentivados a levantar taxas de pagamento no curto prazo uma vez que sua remuneração é baseada na evolução de curto prazo dos preços das ações. Sua estratégia é, portanto, distribuir dividendos altos porque isso tende a gerar um aumento de curto prazo nos preços das ações ou, também, uma resposta às pressões dos acionistas que, em alguns casos, são investidores institucionais em busca de avaliações constantes dos preços das ações e altas taxas de pagamento (BARRADAS, 2017).
<b>Terceiro Fator</b> Importância dos investidores institucionais	Refere-se a crescente orientação do valor para os acionistas, pós década de 70, sendo um fator que moldou as mudanças no comportamento das empresas com características para a financeirização das ENFs (DAVIS, 2017). Nesta década, a inflação aumentou o valor da planta corporativa e dos equipamentos em relação aos baixos preços de ações, abrindo o mercado de aquisição corporativa (KRIPPNER, 2012) no qual se tornou cada vez mais enraizada nos anos 80 e 90, com a ascensão de investidores institucionais ocasionando mudanças nas normas relativas ao pagamento gerencial e teoria da agência (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000).

Quadro 9: Canal 2- Menores taxas de retenção de lucro

Diante do exposto, derivam-se as seguintes hipóteses:

**H1a:** *A financeirização, representada pela receita financeira, se relaciona negativamente com o ativo imobilizado.*

**H1b:** *A financeirização, representada pela receita financeira, se relaciona negativamente com as novas aquisições em ativos reais (capex).*

O *segundo argumento* é de que a financeirização aumenta os lucros totais, ocasionado, em contrapartida, maiores retornos em relação ao capital investido. Segundo Penrose (2006) os lucros totais aumentarão com cada acréscimo de investimento que gerar um rendimento positivo, independente do que ocorrer com a taxa de rendimento marginal dos investimentos. Em contrapartida Baragar e Chernomas (2012) defendem que as maiores taxas de lucro do setor financeiro atuam para retirar capital do setor não financeiro desestimulando o setor produtivo.

A empresa ao buscar a maximização do lucro procurará investir em projetos mais rentáveis mesmo que seja em negócios fora da sua atividade fim. Beluzzo (2008, p. 88) entende o capital de juros (receita financeira) como a forma mais acabada de existência do capital, porque é a mais livre e líquida, ao mesmo tempo em que crescentemente centralizada. O autor afirma: “apenas dessa maneira o capital pode fluir sem obstáculos, para colher novas

oportunidades de lucro e, concomitantemente, reforçar o poder do capital industrial e mercantil imobilizado nos circuitos prévios de acumulação”.

Há de se considerar, também, que os gestores são pressionados por maximizar o valor acionário da empresa, pois, segundo Plihon (1999) os objetivos das empresas estão focados na maximização dos valores das ações e na perspectiva de manter os acionistas satisfeitos. Crotty (1990) conclui que os acionistas estão mais preocupados com a atual rentabilidade da empresa do que a expansão a longo prazo. A pressão sobre os executivos para aumentar os retornos no curto prazo pode forçá-los a escolher investimentos financeiros, que proporcionam retornos mais rápidos, ao contrário de investimentos reais, que fornecem retornos no médio a longo prazo (ORHANGAZI, 2008).

Para Fligstein (2001) a lógica financeira focada no valor dos acionistas estaria predominando no espaço empresarial onde o controle financeiro vem prevalecendo sobre o controle empresarial. O ato de fazer capital sem lastro em termos de atividade produtiva real ou de ativos físicos, segundo Harvey (1992) é uma forma encontrada pelos executivos de auferir lucros no curto prazo, “fazendo dinheiro” sem sair da esfera financeira. Diante do exposto, deriva-se a seguinte hipótese:

***H2: A financeirização, representada pela receita financeira, se relaciona positivamente com o retorno sobre os investimentos totais (ROA).***

O *terceiro argumento* está relacionado aos pagamentos financeiros, aqui representada pelas despesas com juros e pagamento de dividendos. A forma de financiamento da empresa pode ser via capital de terceiros no qual incidirá pagamento de juros e via capital próprio, na emissão de ações, no qual incidirá pagamento de dividendos. Contudo, a captação de recursos externos pode se tornar limitada se a empresa atingir alto grau de endividamento refletindo no custo de capital mais elevado, o que tornará a empresa menos competitiva por refletir diretamente na sua taxa interna de retorno. Estudo de Alexious e Nellis (2016) demonstra que o acesso limitado ao financiamento afeta negativamente os investimentos em ativos reais no Reino Unido. Isso pode levar a empresa a investir mais em ativos financeiros do que em ativos reais.

Quanto a tendência crescente dos pagamentos de dividendos, nas últimas três décadas, está associada, segundo Lazonick e O'Sullivan (2000) e Stocknammer (2010), a um novo

desenho de governança corporativa que favorece a maximização de valor aos acionistas. Barradas (2017) observa que os gestores são incentivados a pagar dividendos no curto prazo uma vez que sua remuneração é baseada na evolução dos preços das ações. Sua estratégia é, portanto, distribuir dividendos altos porque isso tende a gerar um aumento de curto prazo nos preços das ações ou, também, uma resposta às pressões dos acionistas que, em alguns casos, são investidores institucionais em busca de avaliações constantes dos preços das ações e altas taxas de pagamento (BARRADAS, 2017).

Aglietta (2000) e Van der Zwan (2014) observam que isso se tornou "a norma da transformação do capitalismo" e é responsável pela disseminação de políticas e práticas que tendem a favorecer os acionistas. Lazonick e O'Sullivan (2000) abordam que houve uma mudança de 'reter e reinvestir' para 'encolher e distribuir', isto é, a transferência da estratégia de retenção de lucros para reinvestir no crescimento corporativo para a redução do tamanho da força de trabalho corporativa para distribuição dos lucros aos acionistas. Levy-Orlik (2012) enfatiza que as decisões dos investidores baseadas exclusivamente no objetivo de maximizar o valor para o acionista visam reduzir a produção, os custos e aumento dos preços das ações em detrimento do emprego, igualdade de renda, inovação e industrialização.

Outro fator considerável é de que os investimentos em ativos de capital (aquisição de máquinas, equipamentos e construções não residenciais) trazem retorno no longo prazo; todavia os empresários precisavam manter seus investimentos como também auferir lucro no curto prazo para geração de caixa e continuidade nos processos produtivos. O mercado financeiro com suas inúmeras oportunidades aprimoradas para empréstimos com taxas de juros atrativas gerará um aumento em seus lucros, mas também gerará aumento no lado da oferta da indústria expandindo seus mercados (BARAGAR; CHERNOMAS, 2012).

Foster (2007) defende que não há conexão direta necessária entre investimento produtivo e acumulação de ativos financeiros. O autor entende como falsa a afirmação dos economistas ortodoxos de que o investimento produtivo e investimento financeiro trabalham em conjunto com a suposição de que a indústria adquire crédito financeiro para investir em ativos reais que, em seguida, usa o dinheiro para expandir a produção. Já para Tavares (1971, p. 26) a realização de novos investimentos reais dependerá não só das possibilidades de autofinanciamento ou da obtenção de créditos por parte das empresas, mas, sobretudo, das relações existentes no mercado entre a estrutura da taxa de lucro e de juros e a taxa de

rentabilidade esperada de novos investimentos. Diante do exposto, derivam-se as seguintes hipóteses:

**H3:** *A financeirização, representada pelos pagamentos financeiros, se relacionam positivamente com as novas aquisições em ativos reais (capex).*

**H4:** *A financeirização, representada pelos pagamentos financeiros, se relacionam positivamente com o retorno sobre os investimentos totais (ROA).*

### 3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Neste capítulo procura-se privilegiar o detalhamento das etapas da pesquisa descrevendo os procedimentos de coleta e análise dos dados. Segundo Babbie (2001) a descrição dos procedimentos metodológicos visa apresentar a sistematização das etapas seguidas na realização da pesquisa, de forma a atestar confiabilidade e validade ao estudo. A confiabilidade deve assegurar que esta pesquisa possa ser replicada por outro pesquisador, seguindo o mesmo trajeto metodológico. Na sequência é reapresentado o problema de pesquisa, apresentação das variáveis dependente, independente e de controle, bem como as definições constitutivas e operacionais, delimitação e *design* da pesquisa, fonte coleta e tratamento dos dados.

#### 3.1 ESPECIFICAÇÃO DO PROBLEMA

A partir da identificação de uma lacuna nos estudos sobre a financeirização em países emergentes elaborou-se o seguinte problema de pesquisa: A financeirização, tal como conceituada nesta pesquisa, difere do modelo normativo tradicional para explicar os seus reflexos nas estratégias de investimentos em ativos reais e na rentabilidade das empresas não financeiras (ENFs) listadas na B3?

Para responder de forma objetiva essa nova dinâmica os tópicos a seguir detalham como a pesquisa foi realizada.

##### 3.1.1 Apresentação das Variáveis de Estudo

Neste tópico estão relacionadas às variáveis do estudo. Buscou-se explicar a financeirização por meio de duas variáveis independentes: %RF<sub>AT</sub> e pagamentos financeiros. Cada uma dessas variáveis independentes, por sua vez, foi explicada pelas variáveis dependentes: investimentos em ativos reais (capex); imobilizado líquido e retorno sobre os investimentos totais (ROA). Como variáveis de controle foram utilizadas a atividade econômica; o ativo total; o endividamento; a taxa básica de juros (Selic) e o produto interno bruto (PIB). A Figura 3 mostra o relacionamento entre elas.

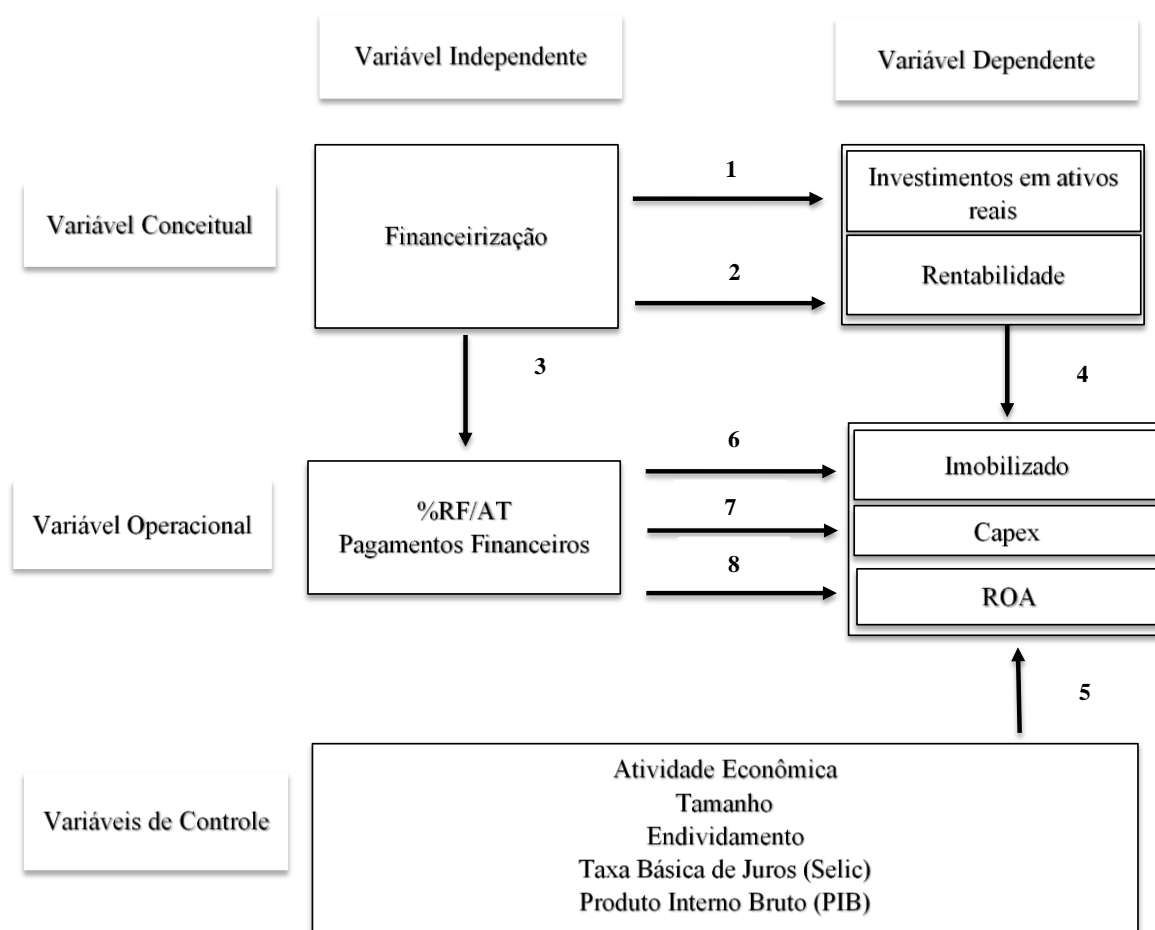


Figura 2: Modelo de Representação Gráfica das Variáveis.  
Fonte: elaborada pela autora

### 3.1.2 Definição das Variáveis Constitutivas e Operacionais

Neste tópico serão apresentadas as definições constitutivas (DC) e operacionais (DO) das principais variáveis que se pretende trabalhar, com vistas a atingir o objetivo geral e os específicos da pesquisa. Definição constitutiva define uma variável teoricamente ou a descrição dos atributos relacionados às variáveis de estudo definindo palavras com outras palavras (KERLINGER, 1980; BABBIE, 2001). Definição operacional “atribui significado a um constructo ou variável especificando as atividades ou operações necessárias para medi-la ou manipulá-la” (KERLINGER, 1980, p. 46). A definição operacional mostra com detalhes o que o pesquisador deve fazer para medir as variáveis.

Neste sentido, as definições constitutivas e operacionais das variáveis utilizadas neste trabalho são apresentadas no Quadro 10.



VARIÁVEL	DEFINIÇÃO CONSTITUTIVA	DEFINIÇÃO OPERACIONAL
<b>Dependente</b>		
Ativo Imobilizado Líquido	Representam bens físicos destinados à manutenção das atividades da empresa.	Coletado, via balanço patrimonial, os valores trimestrais líquidos (depois da depreciação).
Capital Expenditure (Capex)	São os fundos utilizados pela empresa para novos investimentos em ativos reais.	Coletado, via demonstrativo do fluxo de caixa, os valores trimestrais dos investimentos em ativos reais no período.
Return on assets (ROA)	Demonstra como a empresa é rentável em relação ao seu total de ativos fornecendo uma visão de quão eficiente é a empresa na utilização de seus ativos para gerar lucros.	Sua verificação foi feita conforme equação abaixo:  $ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$
<b>Independente</b>		
Receita Financeira	Representa os ganhos auferidos pela empresa em função de terceiros utilizarem seus recursos.	Foi coletado as informações das receitas auferidas no mercado financeiro, provenientes de dividendos recebidos e provenientes de participações em subsidiárias. Sua verificação foi feita conforme equação abaixo:  $\%RF_{AT} = \frac{\text{Receita Financeira Total}}{\text{Ativo Total}}$
Pagamentos Financeiros	Representam o volume de recursos pagos por remunerar os credores e acionistas.	Foi coletado informações no demonstrativo de resultado dos pagamentos de juros no mercado financeiro e dos dividendos pagos aos acionistas.
<b>Controle</b>		
Taxa Básica de Juros (SELIC)	É considerada a taxa básica de juros no Brasil. É utilizada em operações e empréstimos de curto prazo entre os bancos balizando todas as demais taxas de juros da economia brasileira.	Foi coletado a taxa Selic do terceiro trimestre de 2013 ao segundo trimestre de 2018 no portal IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.
Produto Interno Bruto (PIB)	Representa a soma de todos os bens e serviços produzidos na economia do país em determinado período de tempo.	O índice foi coletado na base de dados do IPEA, optou-se pelo índice industrial, já que este estudo tem como foco as indústrias e empresas não financeiras.
Atividade Econômica	Aspecto particular de um conjunto de atividades, esfera ou ramo de atividade. A classificação setorial utilizada neste trabalho segue a proposta do Economática (2018) composta de 20 categorias.	Optou-se pela categoria empresas não financeiras com exclusão da indústria da construção civil, empresas públicas, comércio, serviços financeiros, software e dados e outros. Foram selecionados 15 setores: Agro e Pesca, Alimentos e Bebidas, Eletroeletrônicos, Energia Elétrica, Máquinas Industriais, Mineração e Minerais não Metálicos, Papel e Celulose, Petróleo e Gás, Química, Siderurgia e Metalurgia, Telecomunicação, Têxtil, Transportes e Serviços, Veículos e Peças. Os setores foram transformados em <i>dummies</i> e classificados de DS1 a DS14.

*continua*

Tamanho	O tamanho da empresa pode interferir na sua decisão por investimentos ou não. Pois, segundo Penrose (1959), as maiores empresas detêm maiores recursos produtivos e acesso a processos tecnológicos mais complexos e menos padronizados do que pequenas empresas.	Para operacionalizar a variável tamanho, calculou-se o logaritmo do valor dos ativos totais das empresas com o objetivo de reduzir problemas com assimetria e curtose elevados.
Endividamento	Aponta o quanto a empresa utiliza de capital de terceiros para financiar suas necessidades de investimentos.	Sua verificação foi feita conforme demonstrado na equação abaixo:  $\%Endiv = \frac{\text{Empréstimos} + \text{Financiamentos} + \text{Debêntures}}{\text{Ativo Total}}$

Quadro 10: Definição constitutiva e operacional das variáveis

Fonte: elaborado pela autora

### 3.2 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA

Quanto aos objetivos da pesquisa, este estudo é caracterizado como: (1) **Pesquisa aplicada** quanto à sua natureza, segundo Jung (2004), o conceito de pesquisa aplicada é o de gerar novos conhecimentos resultantes do processo de pesquisa, pelo emprego de conhecimentos básicos aplicados a um novo processo. (2) **Descritiva/explicativa** quanto ao seu objetivo. Na pesquisa descritiva os fatos são observados, registrados, analisados, classificados e interpretados, sem a interferência do pesquisador, e no seu ambiente natural. Pode ser definido como um levantamento das características conhecidas que compõem o fato, o fenômeno ou o processo escolhido (RICHARDSON, 1999; ANDRADE, 2004). A pesquisa descritiva se justifica no processo de descobrir e classificar as variáveis investigando a relação entre elas e a causalidade entre os fenômenos. A pesquisa explicativa é o tipo de pesquisa que fundamenta o conhecimento científico, pois vai além de registrar, analisar, classificar e interpretar os fenômenos. Busca identificar os fatores que contribuem para a ocorrência de um determinado evento, aprofundando o conhecimento em busca de compreender a realidade, procurando a razão, o porquê das coisas (RICHARDSON, 1999; ANDRADE, 2004). Se justifica neste estudo, ao explicar a influência da financeirização nas estratégias de investimentos operacionais e na rentabilidade. (3) De **análise matemática/estatística** sobre

uma base de dados já publicada. (4) *ex post facto*, uma vez que neste tipo de pesquisa, as observações ocorrem após seu acontecimento, impedindo qualquer tipo de interferência por parte do pesquisador. (5) **Quantitativa** quanto à análise dos dados, pois, visa a garantir a precisão dos resultados, evitando distorções de análise e interpretação, possibilitando margem de segurança quanto às inferências. Segundo Richardson (2009, p. 70), o método quantitativo “é frequentemente aplicado nos estudos descritivos, naqueles que procuram descobrir e classificar a relação entre variáveis, bem como nos que investigam a relação de causalidade entre fenômenos”. 6) **Documental** quanto aos procedimentos técnicos de coleta de dados. Conforme orientado por Demir (2009), dada a natureza altamente líquida dos ativos, foram coletados dados quantitativos trimestrais, dos relatórios financeiros, disponíveis no Economática a respeito do desempenho econômico e financeiro das empresas, bem como, da situação patrimonial os demonstrativos financeiros das empresas de capital aberto. (7) **Dados em Painel**, pois requer uma coleta de dados ao longo do tempo uma vez que a base de dados que compõe a amostra irá compreender o período do 3º trimestre de 2013 ao 2º trimestre do 2018. (8) O **nível de análise** é o organizacional e a unidade de análise aquilo que se pretende analisar (RICHARDSON, 1999; FREITAS, 2000; BABBIE, 2001), ou seja, a esfera da circulação de capital, em particular sob a forma da receita e despesa financeira.

### 3.3 COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS

Segundo Fachin (2003), a coleta de dados preocupa-se com a observação de fatos colhidos no contexto natural, sem que haja intervenção do pesquisador, no intuito de ser examinado e, então, encaminhado para explicações por meio de métodos e técnicas específicas.

Neste sentido, para a realização deste trabalho, utilizou-se o banco de dados Economática para acesso aos demonstrativos financeiros das empresas analisadas. A *primeira etapa* foi definir alguns critérios *a priori* na identificação das empresas que comporiam o quadro amostral, conforme demonstrado no Quadro 11:

<b>EMPRESAS QUE FORMAM A AMOSTRA</b>	<b>JUSTIFICATIVA</b>
Empresas de capital aberto com ações negociadas na B3	Selecionadas pela disponibilidade de documentos para análise do desempenho econômico, financeiro e patrimonial. Além de representarem os movimentos do mercado internacional.
Empresas com capital aberto em 2013, ou anos anteriores.	Optou-se pelo período inicial do ano de 2013, pois foi o período que se considerou suficiente para as empresas se adaptarem ou ajustarem seus demonstrativos às Normas Internacionais da Contabilidade.
Empresas privadas e não financeiras	As empresas de gestão pública e empresas financeiras foram excluídas, pois, a forma de aplicação dos processos de planejamento, organização, aplicação e controle de ações são diferentes. Foram excluídas, também, as empresas do setor da construção civil por serem muito sensíveis às oscilações do ambiente macroeconômico.
Empresas que tiveram representatividade média da receita financeira e relação ao ativo total igual ou maior do que 20%.	Primeiro foi identificado a média da representatividade da receita financeira em relação ao ativo total de todas as empresas não financeiras listadas no Economática, após, foi identificado a média individual de cada empresa, selecionando aquelas com representatividade média (substancial e não eventual) igual ou maior do que 20%.

Quadro 11: Critérios para Seleção das Empresas da Amostra

Fonte: elaborado pela autora

A *segunda etapa* da pesquisa consistiu na coleta de dados secundários. Os dados levantados para identificar o fenômeno da financeirização em empresas não financeiras estão listados no Quadro 12.

<b>BALANÇO PATRIMONIAL</b>	<b>DEMONSTRATIVO DE RESULTADO (DRE)</b>	<b>IPEA</b>	<b>DEMONSTRATIVO DE FLUXO DE CAIXA</b>
Imobilizado	Receita	PIB Industrial	Capex
Ativo total	Receita financeira	Selic	
Empréstimos	Despesa financeira		
Financiamentos	Dividendos recebidos		
Debêntures	Lucro total		
	Dividendos pagos		
	Receita de participações em subsidiárias		

Quadro 12: Dados coletados nos Demonstrativos Financeiros

Fonte: elaborada pela autora

A *terceira etapa* foi realizar, conforme orientado por Tori e Onaran (2018), uma verificação de robustez excluindo os setores públicos uma vez que essas empresas podem se comportar de maneira diferente quanto aos métodos de gestão, portanto, foram excluídas 15 empresas públicas do setor de energia elétrica.

Foram identificadas 165 empresas, de 14 setores não financeiros, que apresentaram as características listadas no Quadro 11. Após excluídas as empresas com dados faltantes e empresas públicas restaram 127 representando 77% que compuseram a amostra, conforme demonstrado na Tabela 2.

Tabela 2: Número de empresas por setor e representatividade da amostra

<b>Cód</b>	<b>Subsetores</b>	<b>Número de empresas não financeiras</b>	<b>Número de empresas da amostra</b>	<b>Representatividade da amostra</b>
DS1	Agro e Pesca	4	4	100%
DS2	Alimentos e Bebidas	15	10	67%
DS3	Eletroeletrônicos	5	4	80%
DS4	Energia Elétrica	30	13	43%
DS5	Máquinas Industriais	5	4	80%
DS6	Mineração/Minerais não Met	8	6	75%
DS7	Papel e Celulose	5	5	100%
DS8	Petróleo e Gás	8	4	50%
DS9	Química	10	8	80%
DS10	Siderurgia e Metalurgia	21	19	90%
DS11	Telecomunicação	4	2	50%
DS12	Têxtil	19	18	95%
DS13	Transporte e Serviços	17	17	100%
DS14	Veículos e peças	14	13	93%
<b>TOTAL</b>		<b>165</b>	<b>127</b>	<b>77%</b>

Fonte: elaborada pela autora

Tomando como base a quantidade de 127 empresas e o número de períodos analisados (20 trimestres) tem-se o total de 2.540 observações.

Identificado o número de ENFs que comporiam a amostra iniciou-se a etapa de identificar as empresas financeirizadas. Seguindo o critério pré-estabelecido foi classificado como empresa financeirizada todas aquelas empresas que tiveram participação da receita financeira em relação ao ativo total de  $\geq 20\%$  de forma substancial e não eventual. Após, foi excluído os *outliers* e a amostra passou para um total de 61 empresas e 13 setores representando 38% da amostra inicial. Nesta nova etapa o setor eletroeletrônico foi excluído, pois nenhuma empresa se enquadrava no critério de classificação de empresa financeirizada. O número de empresas por setor e a representatividade da amostra é demonstrado na Tabela 3.

Tabela 3: Número de empresas por setor e representatividade da amostra das empresas financeirizadas

Cód	Subsetores	Número de empresas não financeiras	Número de empresas da amostra	Representatividade da amostra
DS1	Agro e Pesca	4	2	50%
DS2	Alimentos e Bebidas	15	5	33%
DS3	Energia Elétrica	30	8	27%
DS4	Máquinas Industriais	5	2	40%
DS5	Mineração/Minerais não Met	8	3	38%
DS6	Papel e Celulose	5	1	20%
DS7	Petróleo e Gás	8	2	25%
DS8	Química	10	3	30%
DS9	Siderurgia e Metalurgia	21	9	43%
DS10	Telecomunicação	4	1	25%
DS11	Têxtil	19	10	53%
DS12	Transporte e Serviços	17	8	47%
DS13	Veículos e peças	14	7	50%
<b>TOTAL</b>		<b>160</b>	<b>61</b>	<b>38%</b>

Fonte: elaborada pela autora

### 3.4 MÉTODO DE ANÁLISE

Após coletados os dados no banco de dados Economática, os mesmos foram tabulados no Excel e transformado os valores em logaritmo para reduzir problemas com assimetria e curtose elevados. Foi feita análise exploratória por meio da estatística descritiva, histograma dos resíduos e o teste de normalidade. Os *outliers* foram identificados por meio da amplitude interquartil.

A relação entre as variáveis foi avaliada por meio da análise de dados em painel. Esta análise exigiu que fosse analisado qual dos modelos econométricos de regressão melhor explicaria o modelo, utilizando-se o software Gretl: o agrupamento de dados em painel a partir dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO agrupado), os efeitos fixos (EF) e os efeitos aleatórios (EA). Para escolher qual modelo melhor representa a relação entre as variáveis, três testes foram utilizados para avaliar o ajuste do modelo aos pressupostos, os quais foram gerados e avaliados conforme abaixo (GUJARATI; PORTER, 2011):

- **Teste de F de Chow:** apontou colinearidade exata para o setor Papel e Celulose (D6), como não foi identificado alta correlação entre os setores, optou em excluir este setor.

- **Teste Multiplicador de Lagrange modificado pela proposição de Breusch e Pagan:** avalia se a variância do intercepto é igual a zero. Usa-se este teste para escolher entre o modelo dos mínimos quadrados e o modelo aleatório. No caso de significância do teste ( $p < 0,01$ ), hipótese nula rejeitada, é preferível o modelo de efeito aleatório ao MQO agrupado e vice-versa.
- **Teste de Hausman:** avalia se os estimadores são consistentes a partir da estimação dos mínimos quadrados generalizados. O teste serve para comparar os modelos de efeito aleatório e efeito fixo. Caso o resultado do teste seja significativo (hipótese nula rejeitada), o modelo preferível é o fixo. Não sendo significativo, utiliza-se o modelo aleatório. Nesta pesquisa, apontou para melhor ajuste dos estimadores desenvolvidos no modelo fixo ( $p < 0,01$ ).
- **Teste de White:** indica se o modelo apresenta problema de heterocedasticidade. No caso de a hipótese nula ser verdadeira (teste não significativo), não há problema de heterocedasticidade; caso contrário, há heterocedasticia. Quando o problema ocorre, os dados devem ser analisados novamente com erro padrão robusto, o que ameniza a heterocedasticidade (GUJARATI; PORTER, 2011).
- **Teste de Durbin-Watson:** os valores críticos, conforme tabela de Durbin-Watson, em níveis de significância de 0,01, considerando 11 variáveis explanatórias e 200 observações são de  $d_L = 1,561$  e  $d_U = 1,791$ , ou seja, se o valor  $d$  for menor que 1,561, há evidência de correlação serial positiva de primeira ordem; se é maior que 1,791, não há nenhuma evidência de correlação serial positiva de primeira ordem; mas, se  $d$  está entre o limite inferior e o limite superior, a evidência é inconclusiva em relação à presença ou ausência de correlação serial positiva de primeira ordem. O valor  $d$  desta pesquisa foi de +1 apontando para evidências de correlação serial positiva de primeira ordem (GUJARATI, 2006, p. 886).

A partir da escolha do método mais adequado, iniciou-se a análise dos dados, conforme demonstrado no capítulo 4.

### 3.5 QUADRO RESUMO METODOLÓGICO

Uma síntese da metodologia é apresentada no Quadro 13, permitindo ao leitor um panorama rápido de seus pontos mais importantes. De forma objetiva, o quadro destaca o tema e o título da pesquisa e contextualiza a problemática do estudo que legitima a pergunta de pesquisa. As respostas a essa pergunta são apresentadas nos objetivos geral e específicos que se desdobram nas hipóteses de pesquisa cuja fundamentação teórica é apresentada na sequência. Por fim, detalha-se o suporte metodológico da pesquisa, no qual a classificação metodológica do trabalho é apresentada, bem como a vinculação entre os objetivos, as perguntas de pesquisa e o método investigativo empregado na avaliação delas.

<b>TEMA: FINANCEIRIZAÇÃO E REINVESTIMENTO</b>
<b>Objetivo Geral</b>
Avaliar se a financeirização influencia as estratégias de investimentos em ativos reais e a rentabilidade das empresas não financeiras (ENFs) listadas na B3.
<b>Objetivos Específicos</b>
1. Identificar, por setor econômico, as ENFs financeirizadas listadas na B3, no período de 2013-2018.
2. Analisar a influência da financeirização nas estratégias de investimentos em ativos reais, em ENFs listadas na B3, no período de 2013-2018.
3. Analisar a relação entre a financeirização e rentabilidade, em ENFs listadas na B3, no período de 2013-2018.
<b>Hipóteses</b>
H1a: A financeirização, representada pela receita financeira, se relaciona negativamente com o ativo imobilizado.
H1b: A financeirização, representada pela receita financeira, se relaciona negativamente com as novas aquisições em ativos reais (capex).
H2: A financeirização, representada pela receita financeira, se relaciona positivamente com o retorno sobre os investimentos totais (ROA).
H3: A financeirização, representada pelas despesas financeiras, se relaciona positivamente com as estratégias de investimentos em ativos reais (capex).
H4: A financeirização, representada pelas despesas financeiras, se relaciona positivamente com o retorno sobre os investimentos totais (ROA).

*continua*



<b>Suporte Metodológico da Pesquisa</b>	
Perspectiva epistemológica	Positivista
Natureza	Aplicada
Objetivo	Descritiva/Explicativa
Estratégia de abordagem do problema	Modelagem Matemática/Estatística sobre base de dados conhecida
Fonte dos Dados	Banco de dados Económica
Procedimentos de Coleta de Dados	Dados Secundário / Demonstrativos Financeiros das Empresas de Capital Aberto listadas na B3.
Abrangência da Coleta	Amostra
Processo de Amostragem	Conveniência
Alcance Geográfico	Nacional
Perspectiva temporal	Misto (painel)
Análise dos dados	Quantitativa
<b>QUADRO DE REFERÊNCIA</b>	
<b>Assuntos</b>	<b>Artigos / Livros</b>
Teoria Económica da Firma	Teoria do Crescimento da Firma (PENROSE; JENSEY; MECKLING; TIGRE)
As transições de regimes de capital.	Regime de Acumulação e Modo de Regulação (AGLIETTA; BOYER; LIPIETZ; HARVEY; LLORENS; PAULANI). Regime de Acumulação Financeira (CHESNAIS; MINSKY; PAULANI; PLIHON; SASSEN; TAVARES).
Hipóteses que se deduzem da base teórica	ALEXIOUS E NELLIS; BARAGAR E CHERNOMAS; BARRADAS; HARVEY; ORHANGAZI; PLIHON; TAVARES.
Confirmação (ou não) das Hipóteses	H1a (confirmada); H1b (confirmada); H2 (não confirmada); H3 (confirmada); H4 (não confirmada)

Quadro 13: Quadro Metodológico

Fonte: Adaptado de Souza (2016)

Com a metodologia delineada no próximo capítulo será tratado dos procedimentos utilizados para a análise dos dados iniciando com a análise exploratória e na sequência a análise em painel.

## 4 ANÁLISE DOS DADOS

Após a descrição dos passos seguidos para consecução da pesquisa, neste tópico será apresentado os resultados encontrados na fase de análise dos dados. Será apresentado, em primeiro lugar, a estatística descritiva das variáveis, apontando características da amostra, qualidade dos dados e correlação entre as variáveis. Após, foi realizada a análise de dados em painel para testar as hipóteses de pesquisa.

### 4.1 ANÁLISE EXPLORATÓRIA

Em primeiro lugar, para selecionar as empresas financeirizadas, foi calculado a média e o desvio padrão considerando as 2540 empresas privadas. A representatividade média da receita financeira foi de 28,05% com desvio padrão de 30,13%. Após, identificado a média de todas as empresas, considerou-se o seguinte critério para classificar as empresas como financeirizadas ou não: (1) empresas que tenham representatividade da receita financeira em razão do ativo total de, em média, 20% de forma substancial e não eventual; (2) Como os dados são trimestrais e há variação na representatividade da receita financeira em razão do ativo total de trimestre a trimestre, optou-se, também, em analisar a média individual de cada empresa. Das 127 empresas da amostra foram consideradas 71 empresas como financeirizadas no qual 10 foram consideradas *outliers*, restando 61 empresas conforme demonstrado na Tabela 4. No Apêndice 1 pode-se visualizar a Tabela completa.

Tabela 4: Representatividade da receita financeira em razão do ativo total.

SETORES/EMPRESAS	Média de RecAt%	STATUS
<b>Agro e Pesca</b>	<b>23,32%</b>	
Pomifrutas	23,67%	F
SLC Agrícola	54,02%	F
<b>Alim e Beb</b>	<b>24,17%</b>	
Ambev S/A	72,92%	F
JBS	34,97%	F
Marfrig	32,73%	F
Minerva	24,79%	F
São Martinho	31,90%	F
<b>Energia Elétrica</b>	<b>37,52%</b>	
Alupar	82,11%	F
Eneva	71,16%	F
Engie Brasil	36,26%	F
Neoenergia	91,97%	F
Renova	67,84%	F
Statkraft	70,80%	F
Taesa	28,36%	F
Tran Paulist	26,75%	F
<b>Máquinas Industriais</b>	<b>37,39%</b>	
Metalfrio	30,93%	F
Weg	87,93%	F
<b>Mineração e Minerais não Met</b>	<b>17,83%</b>	
Magnesita SA	30,66%	F
MMX Miner	24,25%	F
Eternit	35,47%	F
<b>Papel e Celulose</b>	<b>16,97%</b>	
Fibria	36,71%	F
<b>Petróleo e Gás</b>	<b>45,69%</b>	
Cosan	90,58%	F
Petrorio	85,42%	F
<b>Química</b>	<b>18,66%</b>	
Bombril	51,73%	F
Cristal	21,65%	F
Nutriplant	32,83%	F
<b>Siderurgia &amp; Metalurgia</b>	<b>33,41%</b>	
Aliperti	57,03%	F
Forja Taurus	63,75%	F
Gerdau	82,66%	F
Gerdau Met	88,47%	F
Kepler Weber	83,65%	F
Lupatech	91,82%	F
Panatlantica	51,13%	F
Tekno	21,70%	F
Usiminas	25,30%	F
<b>Telecomunicações</b>	<b>24,97%</b>	
Oi	40,34%	F
<b>Têxtil</b>	<b>29,53%</b>	
Alpargatas	25,65%	F
Arezzo Co	22,97%	F
Cambuci	19,90%	F

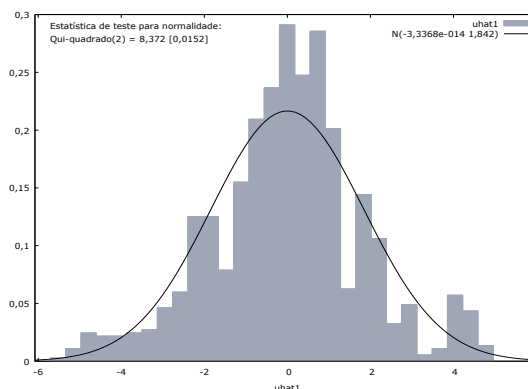
continua

SETORES/EMPRESAS	Média de RecAt%	conclusão STATUS
Cedro	31,73%	F
Coteminas	79,06%	F
Encorpar	79,80%	F
Guararapes	63,20%	F
Le Lis Blanc	38,09%	F
Pettenati	23,00%	F
Vulcabras	95,41%	F
<b>Transporte Serviços</b>	<b>32,36%</b>	
CCR SA	70,18%	F
Ecorodovias	106,01%	F
Invepar	84,78%	F
JSL	33,75%	F
Rumo S.A.	90,16%	F
Santos Brp	21,52%	F
Tegma	30,10%	F
Triunfo Part	69,51%	F
<b>Veículos e peças</b>	<b>20,25%</b>	
Bic Monark	21,67%	F
Embraer	19,24%	F
Iochp-Maxion	54,70%	F
Marcopolo	46,54%	F
OSX Brasil	22,21%	F
Randon Part	29,11%	F
Tupy	35,91%	F
<b>DESVIO PADRÃO</b>	<b>30,13%</b>	
<b>MÉDIA</b>	<b>28,02%</b>	

\* (F) financeirizada

Fonte: elaborado pela autora

Na sequência será demonstrado a análise exploratória dos dados. As 71 empresas financeirizadas que fazem parte da amostra forneceram 1420 observações no período do 3º trimestre de 2013 ao 2º trimestre de 2018. Na Tabela 5 pode-se observar a análise descritiva das variáveis de controle, dependentes e independentes. Após, foi gerado o histograma dos



resíduos, e o teste de normalidade,

Gráfico 4: Estatística teste de normalidade de resíduo da regressão.

Em análise aos resultados da estatística descritiva chama a atenção os resultados da assimetria (-15,06) e curtose (286,61) para a variável ROA. Segundo Hair, *et al* (2005) o valor crítico de uma distribuição, baseada no nível de erro de 0,05, é de  $\pm 1,96$ , nesta amostra observa-se valores entre -15,06 a 0,85. Contudo, segundo Finney e DiStefano<sup>3</sup> (2006) *apud*

Tabela 5: Análise Descritiva

	Capex	Ativo Total	Endiv.	Imobilizado	Pagamento Financeiro	Receita Financeira	ROA	%RF <sub>AT</sub>	Selic	PIB
Média	7,84	14,69	0,23	11,03	11,04	13,76	-0,05	0,51	0,11	12,59
Erro padrão	0,11	0,05	0,01	0,09	0,07	0,06	0,01	0,01	0,00	0,00
Mediana	8,59	14,97	0,18	11,29	11,44	14,16	0,01	0,43	0,11	12,59
Desvio padrão	3,93	1,71	0,20	3,15	2,56	2,08	0,50	0,29	0,02	0,05
Variância da amostra	15,42	2,91	0,04	9,95	6,55	4,34	0,25	0,08	0,00	0,00
Curtose	-0,32	-0,64	0,13	-0,46	1,46	1,50	286,61	-0,33	-1,17	0,38
Assimetria	-0,69	-0,03	0,85	-0,37	-0,88	-0,71	-15,06	0,48	-0,43	-0,57
Intervalo	15,41	8,11	0,99	14,54	16,60	18,10	13,24	1,91	0,06	0,19
Mínimo	0,00	10,31	0,00	1,95	0,00	0,00	-10,95	0,00	0,07	12,47
Máximo	15,41	18,42	0,99	16,49	16,60	18,10	2,29	1,91	0,13	12,66
Contagem	1420	1420	1420	1420	1420	1420	1420	1420	1420	1420

Marôco (2014) não é consensual quais os valores da assimetria e curtose indicam um desvio à normalidade capaz de comprometer a confiabilidade do modelo e às estimativas dos parâmetros, pois vários estudos de simulação e observação empírica tem produzido diferentes recomendações em relação à normalidade. Para tanto optou-se em calcular os *outliers* das variáveis dependentes e independentes, os passos estão descritos no Quadro 14:

ETAPA	DESCRIÇÃO
1ª etapa	Identificado a média aritmética para cada dimensão
2ª etapa	Identificado o primeiro quartil ( $Q_1$ ) para cada dimensão
3ª etapa	Identificado o terceiro quartil ( $Q_3$ ) para cada dimensão
4ª etapa	Calculado o IQR (amplitude interquartil) = $Q_3 - Q_1$
5ª etapa	Calculado o limite superior (Lsup) = média + 1,5*IQR
6ª etapa	Calculado o limite inferior (Linf) = média - 1,5*IQR

<sup>3</sup> FINNEY, S. J., DISTEFANO, C. **Non-normal and categorical data in structural equation modelling** In G. R. Hancock & R.O Mueller (Eds), Structural equation modelling: a second course (pp. 269-314). Greenwich, Conn.: IAP.

Quadro 14: Método para identificação de outliers

Fonte: elaborada pela autora

Após concluído as etapas acima obteve-se os seguintes resultados da média, quartil 1, quartil 3, amplitude interquartil, limite superior e inferior, como pode ser observado na Tabela 6.

Tabela 6: Resultado dos indicadores para verificação de outliers

Dimensões	Média	Quartil <sub>1</sub>	Quartil <sub>3</sub>	IQR	L <sub>sup</sub>	L <sub>inf</sub>
Ativo Imobilizado	11,03	8,83	13,53	4,71	18,09	3,97
Capex	7,84	6,11	10,60	4,49	14,56	1,11
ROA	-0,05	-0,03	0,04	0,06	0,05	-0,14
%RF <sub>AT</sub>	0,51	0,28	0,74	0,46	1,20	-0,18
Despesas Financeiras	11,04	9,71	12,64	2,93	15,43	6,65

Como resultado, o teste de outliers levou à exclusão de 10 empresas restando 61 empresas e 1220 observações, conforme demonstrado na Tabela 7.

Tabela 7: Análise Descritiva após retirada de outliers

	Capex	Ativo Total	Endiv.	Imobilizado	Pagamento Financeiro	ROA	%RF <sub>AT</sub>	Selic	PIB
Média	8,36	14,80	0,26	11,32	11,47	-0,05	0,50	0,11	12,59
Erro padrão	0,11	0,05	0,01	0,08	0,06	0,02	0,01	0,00	0,00
Mediana	8,79	15,01	0,22	11,53	11,69	0,01	0,42	0,11	12,59
Desvio padrão	3,33	1,48	0,20	2,64	1,86	0,54	0,29	0,02	0,05
Variância da amostra	11,09	2,19	0,04	6,96	3,48	0,30	0,08	0,00	0,00
Curtose	0,71	-0,37	0,04	-0,58	1,71	245,63	0,03	-1,17	0,38
Assimetria	-0,93	-0,17	0,76	-0,37	-0,64	-14,08	0,58	-0,43	-0,57
Intervalo	14,52	7,71	0,99	11,92	15,86	13,24	1,91	0,06	0,19
Mínimo	0,00	10,31	0,00	4,56	0,00	-10,95	0,00	0,07	12,47
Máximo	14,52	18,02	0,99	16,49	15,86	2,29	1,91	0,13	12,66
Contagem	1220	1220	1220	1220	1220	1220	1220	1220	1220

Com a retirada das 10 empresas a assimetria da variável ROA caiu de -15,06 para -14,08 e a curtose de 286,61 para 245,63. No Gráfico 3 é apresentado o histograma dos resíduos.

O teste de normalidade utilizado foi o de Jarque-Bera por ser um teste *assintótico*, ou de grande amostra, no qual parte dos resíduos de MQO. Como resultado do teste de Jarque-Bera obteve-se o resultado de 8,594 com p-valor de 0,014, portanto rejeita-se a hipótese nula

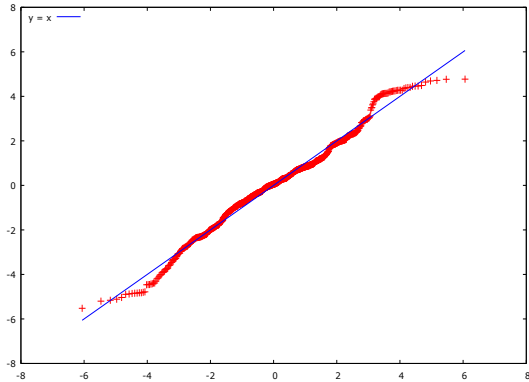


Gráfico 3: Histograma dos resíduos

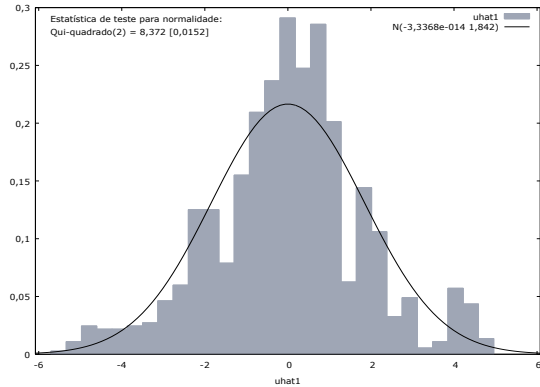


Gráfico 4: Estatística teste de normalidade de resíduo da regressão

de que a distribuição dos resíduos seja normal.

No Gráfico 4, a estatística teste de normalidade fornecida pelo Gretl no qual traz o teste de Doornik-Hansen com resultado de 8,372 e p-valor de 0,0152, tal resultado também rejeita a hipótese nula de que a distribuição dos resíduos seja normal.

Na Tabela 8 pode-se visualizar a correlação que tem como objetivo medir a força ou o grau de associação linear entre duas variáveis.

Tabela 8: Correlação das variáveis

	Capex	Ativo Total	Endiv.	Imob.	Pagamento Financeiro	ROA	% RF <sub>AT</sub>	Selic	PIB
Capex	1								
Ativo Total	0,55	1,00							
Endividamento	0,35	0,08	1,00						
Ativo Imobilizado	0,81	0,59	0,36	1,00					
Pagamento Financeiro	0,52	0,71	0,27	0,53	1,00				
ROA	0,15	0,15	0,07	0,17	0,08	1,00			
% RF <sub>AT</sub>	-0,33	0,14	-0,31	-0,37	0,06	0,06	1,00		
Selic	-0,01	0,00	0,03	0,01	0,05	-0,04	0,08	1,00	
PIB	0,07	0,00	-0,02	-0,01	0,12	0,00	-0,01	-0,36	1,00

Ao observar as correlações entre as dimensões da variável independente (%RF<sub>AT</sub> e pagamentos financeiros) percebe-se que em sua maioria elas apresentam baixo coeficiente de correlação. O ativo imobilizado com capex apresentou alta correlação, de 0,81, por se tratar de ativos reais. Já pagamento financeiros e ativo total, com resultado de 0,71, se justifica devido as despesas financeiras financiarem parte dos ativos totais. A %RF<sub>AT</sub> com capex e ativo imobilizado apresentaram correlação negativa de -0,33 e -0,31 respectivamente. Isso mostra, de forma geral, que as diferentes medidas de financeirização realmente medem facetas distintas do construto financeirização.

Na sequência, dos Gráficos 5 ao 14, será apresentado a estatística teste de normalidade para os modelos que serão analisados no tópico seguinte, após retirada dos *outliers*.

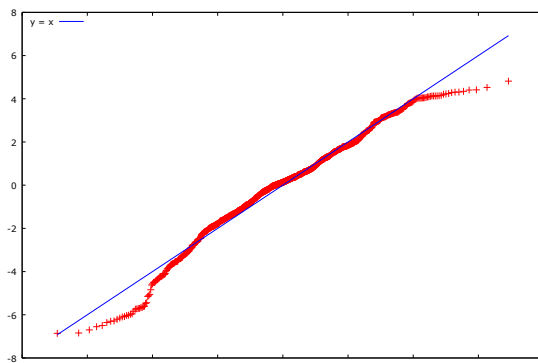


Gráfico 5: Histograma dos resíduos da regressão 1, modelo 1.2.

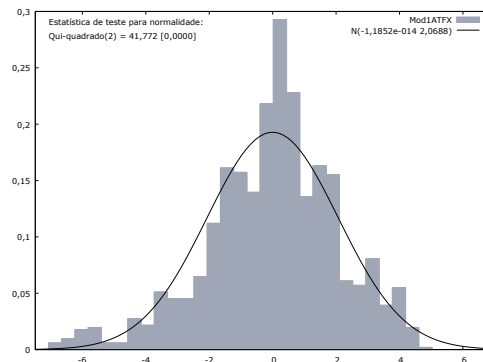


Gráfico 6: Estatística teste de normalidade de resíduo da regressão 1, modelo 1.2.

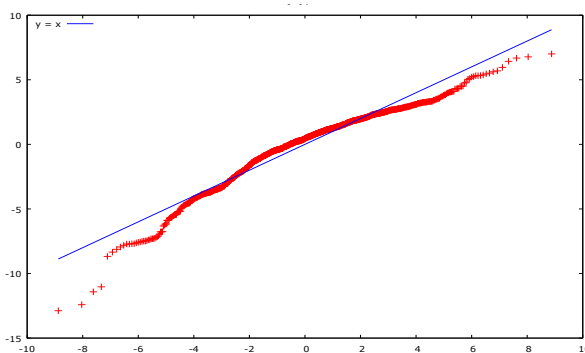


Gráfico 7: Histograma dos resíduos da regressão 2, modelo 2.2.

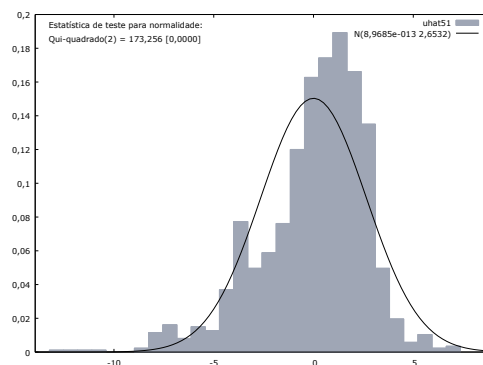


Gráfico 8: Estatística teste de normalidade de resíduo da regressão 2, modelo 2.2.



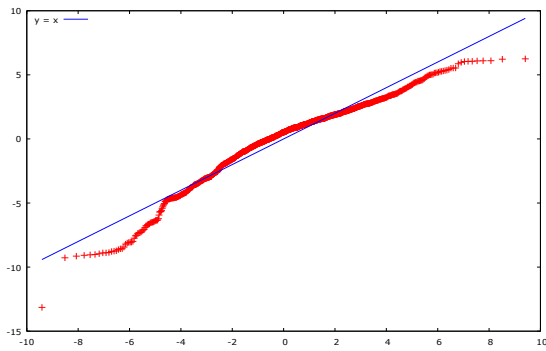


Gráfico 9: Histograma dos resíduos da regressão 2, modelo 2.2.

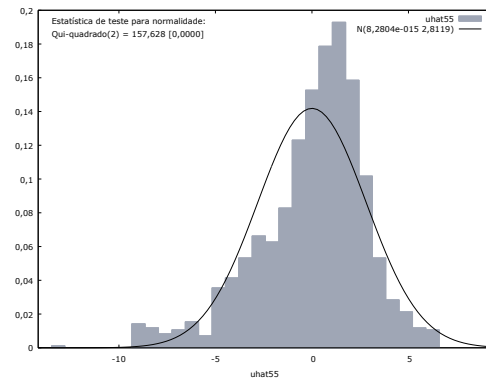


Gráfico 10: Estatística teste de normalidade de resíduo da regressão 2, modelo 2.2.

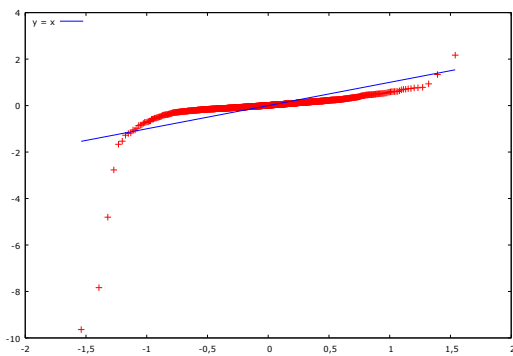


Gráfico 11: Histograma dos resíduos da regressão 3, modelo 3.2.

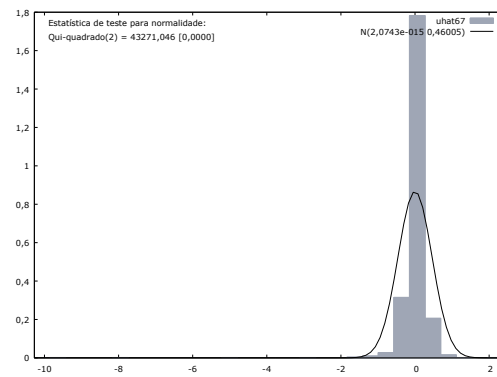


Gráfico 12: Estatística teste de normalidade de resíduo da regressão 3, modelo 3.2.

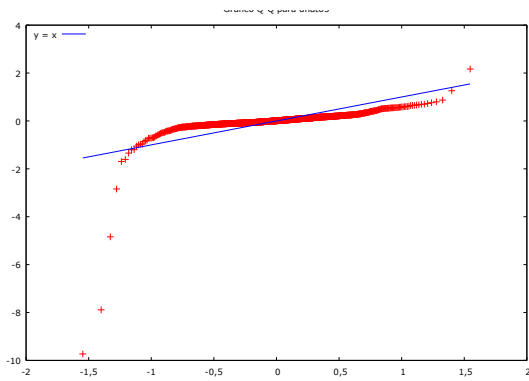


Gráfico 13: Histograma dos resíduos da regressão 3, modelo 3.3.

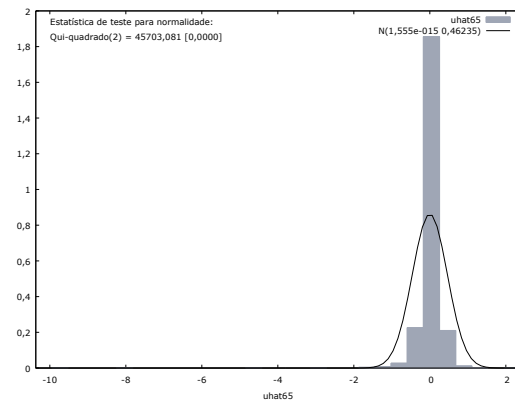


Gráfico 14: Estatística teste de normalidade de resíduo da regressão 3, modelo 3.3.

## 4.2 ANÁLISE DOS DADOS EM PAINEL

Para os testes de hipóteses, os dados foram agrupados em painel e rodados no software Gretl. Após identificado o método mais adequado e feito os testes para validação do modelo obtiveram-se os resultados que serão apresentados na sequência.

A *primeira regressão* pode ser observada na Tabela 9 sendo que no Modelo 1.1, destaca-se o efeito das variáveis de controle no ativo imobilizado e no Modelo 1.2 incluiu-se o efeito da %RF<sub>AT</sub> (razão da receita financeira e ativo total). Nesta etapa seguiu-se dois passos: (1) rodou a regressão com todas as variáveis associadas a cada modelo; (2) retirou-se as variáveis que não apresentaram significância estatística e rodou uma nova regressão para melhor ajuste do modelo.

No Quadro 15 pode-se observar uma síntese dos setores que apresentaram influência significativa positiva, negativa e influência nula nas variações do ativo imobilizado. O setor de referência utilizado neste trabalho foi o setor de veículos e peças por ter importante participação na estrutura industrial mundial e por ser um setor que reflete de forma rápida as oscilações macroeconômicas.

SETOR DE REFERÊNCIA: VEÍCULOS E PEÇAS		
Influência positiva	Influência negativa	Influência nula
Agro e Pesca	Energia Elétrica	Telecomunicações
Alimentos e Bebidas	Petróleo e Gás	Siderurgia e Metalurgia
Química	Transportes e Serviços	Mineração e Materiais não metálicos
	Máquinas Industriais	Têxtil

\*considerado os setores que apresentaram significância de  $p < 0,01$

Quadro 15: Setores que apresentaram significância positiva, negativa ou nula (VD = Ativo Imobilizado)

Dos 11 setores observados 7 apresentam comportamentos diferentes do setor de comparação veículos e peças em relação as variações do ativo imobilizado. Cada setor apresenta efeitos não observados associados a especificidade de cada um deles, como estrutura de mercado, participação de mercado, *know-how*, tecnologia, entre outros. Então, não se pode afirmar que todos os setores respondem da mesma forma ao fenômeno financeirização.

No Modelo 1.1 pode-se observar as variáveis de controle que apresentaram significância estatística, o modelo apresentou poder de explicação de 57% da variação da

variável dependente, ativo imobilizado. Os testes de Hausman ( $p < 0,01$ ) e Breusch-Pagan ( $p < 0,05$ ) apontaram para melhor ajuste dos estimadores no modelo fixo.

O tamanho das empresas, representado pelo logaritmo dos ativos totais afetou significativa ( $p < 0,01$ ) e positivamente a variação dos ativos imobilizados, com  $\beta$  de 1,201. Isso significa que empresas maiores tendem a realizar mais investimentos em ativos imobilizados do que empresas menores. O grau de endividamento também tem influência significativa ( $p < 0,01$ ), e positiva, sobre a variação dos ativos imobilizados, o que se verifica pelo  $\beta$  de 4,446. Assim, empresas mais endividadas realizam aquisições em ativos imobilizados com mais frequência.

Tabela 9: Coeficientes estimados para os modelos de regressão da variável Ativo Imobilizado

Variáveis	Mod 1.1	Mod 1.2
Constante	-7,222***	-7,320***
	(0,506)	(0,692)
<b>Variáveis de Controle</b>		
(St1) Agro e Pesca	1,196***	1,720***
	(0,193)	(0,199)
(St2) Alimentos e Bebidas	0,534***	0,976***
	(0,100)	(0,076)
(St3) Energia Elétrica	-1,849***	-0,804***
	(0,190)	(0,164)
(St4) Máquinas Industriais	-1,118***	
	(0,334)	
(St7) Petróleo e Gás	-3,192***	-1,162***
	(0,129)	(0,294)
(St8) Química	1,557***	1,735***
	(0,183)	(0,233)
(St9) Siderurgia e Metalúrgica		1,213***
		(0,149)
(St11) Têxtil		0,830***
		(0,192)
(St12) Transporte e Serviços	-1,529***	
	(0,205)	
Selic		5,092**
		(2,444)
Tamanho	1,201***	1,280***
	(0,034)	(0,046)
Endividamento	4,446***	2,847***
	(0,205)	(0,182)
<b>Efeito Principal</b>		
% RF <sub>AT</sub>		-4,047***
		(0,343)
<b>Avaliação do Modelo</b>		
Teste de White	220,87***	446,68***
Teste de Hausman	24,79***	12,92
Teste de Chow	35,35***	103,94***
Breusch-Pagan	5,53**	13,78***
<b>Estimação selecionada</b>		
Modelo	Fixo	Aleatório
Número de Observações	1220	1220
Número de Empresas	61	61
Critério de Akaike	5375,05	5.010,13
F	1.480,16***	1876,98***
Durbin-Watson	2,44	2,27
R2 (ajustado)	57%	65%

Modelo com erros padrão robustos. Valor do erro padrão consta entre parênteses. \* p < 0,10; \*\* p < 0,05; \*\*\* p < 0,01

Ao acrescentar a variável %RF<sub>AT</sub>, no Modelo 1.2, percebe-se um melhor ajuste do modelo ao observar o Critério de Akaike que passou de 5375,05 para 5010,13. Neste modelo foi testado a Hipótese **H1a**. A variável %RF<sub>AT</sub> contribuiu para explicar o modelo em 8 pontos

percentuais. Observou-se as seguintes mudanças quanto a influência dos setores em relação ao Modelo 1.1, conforme demonstrado no Quadro 16.

SETOR DE REFERÊNCIA: VEÍCULOS E PEÇAS		
Influência positiva	Influência negativa	Influência Nula
Agro e Pesca	Energia Elétrica	Telecomunicações
Alimentos e Bebidas	Petróleo e Gás	Máquinas Industriais
Química		Mineração e Materiais não metálicos
Siderurgia e Metalurgia		Transportes e Serviços
Têxtil		

\*considerado os setores que apresentaram significância de  $p < 0,01$

Quadro 16: Setores que apresentaram significância positiva, negativa ou nula (VD = Ativo Imobilizado)

Ao adicionar a variável  $\%RF_{AT}$  os setores Máquinas Industriais e Transportes e Serviços, que no Modelo 1.1 apresentaram influência negativa e significativa, no Modelo 1.2 tais setores perdem influência. Já, o setor Têxtil, passou de influência nula para positiva e significativa. E, por fim, a taxa Selic de influência nula passa para influência positiva e significativa ( $p < 0,05$ ).

A variável  $\%RF_{AT}$  mostrou-se significativa gerando influência negativa com  $\beta$  de -4,047 para explicar a variação dos ativos imobilizados, o que levou a **confirmação da Hipótese H1a**, ou seja, quanto maior a receita financeira menor o volume financeiro investido em ativos imobilizados.

A taxa de juros Selic ao apresentar influência positiva e significativa ( $p < 0,05$ ) e  $\beta$  de 5,092 denota que quanto maior a taxa Selic maior o volume financeiro em ativos imobilizados, tal resultado vai contra o esperado já que se supunha que uma taxa de juros menor ocasionaria maior acesso ao crédito, em contrapartida, maior volume de investimentos em imobilizado, por outro lado, quanto maior a taxa de juros maiores deveriam ser os investimentos em ativos financeiros, segundo os pressupostos da financeirização, ocasionando uma queda no volume de recursos investidos no ativo imobilizado.

Na *segunda regressão* foi testada o efeito da financeirização sobre as novas aquisições em ativos reais (capex), conforme demonstrado na

Tabela 10. No Modelo 2.1 destaca-se o efeito das variáveis de controle, no Modelo 2.2 inclui-se o efeito da  $\%RF_{AT}$  e no Modelo 2.3 avaliou-se o efeito dos pagamentos financeiros.

O Modelo 1.1 apresentou poder de explicação de 49% da variação da variável dependente, Capex. No Quadro 17, pode-se observar uma síntese, deste modelo, dos setores que apresentaram influência positiva, negativa ou nula no Capex.

<b>SETOR DE REFERÊNCIA: VEÍCULOS E PEÇAS</b>		
<b>Influência positiva</b>	<b>Influência negativa</b>	<b>Influência nula</b>
Alimentos e Bebidas	Máquinas Industriais	Agro e Pesca
Mineração e Materiais não metálicos	Petróleo e Gás	Química
	Energia Elétrica	Telecomunicações
	Siderurgia e Metalurgia	
	Têxtil	
	Transportes e Serviços	

\*considerado os setores que apresentaram significância de  $p < 0,01$

Quadro 17: Setores que apresentaram significância positiva, negativa ou nula (VD = Capex)

O tamanho das empresas, representado pelo logaritmo dos ativos totais afetou significativa ( $p < 0,01$ ) e positivamente as decisões para aquisições de ativos reais (capex), com  $\beta$  de 1,208. Isso significa que empresas maiores tendem a realizar mais aquisições em ativos reais do que empresas menores.

O grau de endividamento também tem influência significativa ( $p < 0,01$ ), e positiva, sobre os novos investimentos em ativos reais, o que se verifica pelo  $\beta$  de 5,119. Assim, empresas com capacidade creditícia captam, com maior frequência, mais capital de terceiros onerosos como: empréstimos, financiamentos e emissão de debêntures para aquisições em ativos imobilizados.

O Produto Interno Bruto (PIB) foi significativo e positivo demonstrando que quando a economia apresenta crescimento econômico as empresas investem mais em novos ativos imobilizados. Por exemplo, se a economia, no geral, tiver um aumento de 1% aumenta-se os investimentos em ativos reais em 6,39%. Tal resultado demonstra que os investimentos em ativos reais estão atrelados ao ritmo do crescimento econômico e não a taxa de juros propriamente dito, pois, a taxa de juros Selic não apresentou significância estatística.

No Modelo 2.2 foi testada a Hipótese **H1b**. Ao acrescentar a variável  $\%RF_{AT}$ , houve um melhor ajuste do modelo ao observar o critério de Akaike que passou de 6074,50 para 5860,10. Neste modelo, os testes apontaram para melhor ajuste para o modelo aleatório, por meio dos testes de Hausman (não significativo) e Breusch-Pagan ( $p < 0,05$ ). Com poder de explicação de 54%, contribuiu com o modelo em 5 pontos percentuais, mostrou-se significativa com relação negativa para explicar a variação dos novos investimentos em ativos

reais (capex), o que levou a **confirmação da Hipótese H1b**. Com  $\beta$  de -3,946 a %RF<sub>AT</sub> gera influência negativa nas novas aquisições em ativos reais (capex), sendo que, quanto mais se investe em ativos financeiros menores são os investimentos em ativos reais.

Tabela 10: Coeficientes estimados para os modelos de regressão da variável Capex

Variáveis	Mod 2.1	Mod 2.2	Mod 2.3
Constante	-90,733*** (24,150)	-83,546*** (25,804)	-9,057** (1,088)
<b>Variáveis de Controle</b>			
(St2) Alimentos e Bebidas	0,626*** (0,210)	1,278*** (0,184)	1,185*** (0,207)
(St3) Energia Elétrica	-1,142*** (0,212)		-0,690*** (0,202)
(St4) Máquinas Industriais	-4,238*** (0,727)	-2,946*** (0,597)	-3,923** (0,678)
(St5) Mineração e Minerais Não Metálicos	1,217*** (0,242)	1,408*** (0,263)	1,619*** (0,263)
(St7) Petróleo e Gás	-3,949*** (0,389)	-1,777*** (0,526)	-3,201*** (0,323)
(St9) Siderurgia e Metalúrgica	-1,510*** (0,241)		-0,852*** (0,186)
(St11) Têxtil	-0,890***		
(St12) Transporte e Serviços	-1,463*** (0,191)		-1,011*** (0,157)
Tamanho	1,208*** (0,069)	1,236*** (0,058)	0,951*** (0,105)
Endividamento	5,119*** (0,287)	3,642*** (0,296)	4,749*** (0,340)
Pib Industrial	6,394*** (1,908)	5,891*** (2,217)	
<b>Efeito Principal</b>			
%RF <sub>AT</sub>		-3,946*** (0,427)	
Pagamentos Financeiros			0,198*** (0,062)
<b>Avaliação do Modelo</b>			
Teste de White	256,57***	139,54***	238,47***
Teste de Hausman	28,70***	11,79	33,16***
Teste de Chow	59,70***	43,09***	71,10***
Breusch-Pagan	1,77	5,75**	0,85

*continua  
conclusão*

Estimação selecionada	Fixo	Aleatório	Fixo
Modelo			
Número de Observações	1220	1220	1220
Número de Empresas	61	61	61
Critério de Akaike	6074,50	5860,10	6072,26
F	320,71***	436,37***	338,65***
Durbin-Watson	2,25	2,03	2,21
R2 (ajustado)	49%	54%	51%

Modelo com erros padrão robustos. Valor do erro padrão consta entre parênteses. \* p < 0,10; \*\* p < 0,05; \*\*\* p < 0,01

A taxa de juros Selic não apresentou significância estatística, então, não se pode afirmar que a taxa de juros é a principal atratividade para a migração dos investimentos produtivos para o mercado financeiro.

Com a inserção da variável %RF<sub>AT</sub> os setores Energia Elétrica, Siderurgia e Metalúrgica, Têxtil e Transporte e Serviços perderam significância estatística denotando que estes setores não contribuem para explicar os impactos da financeirização sobre os novos investimentos em ativos reais.

Na *terceira regressão* foi testada a **Hipótese H3**. A variável pagamento financeiro apresentou poder de explicação de 51%, contribuindo com o modelo em 2 pontos percentuais. Ao acrescentar a variável houve um melhor ajuste do modelo ao observar o critério de Akaike que passou de 6074,50 para 6072,26. Neste modelo, os testes apontaram para melhor ajuste para o modelo fixo, por meio dos testes de Hausman ( $p < 0,01$ ) e Breusch-Pagan (não significativo). O setor têxtil e o PIB perderam poder de explicação A variável mostrou-se significativa com relação positiva para explicar a variação dos investimentos em ativos reais ( $\beta$  de 0,198), **confirmando a Hipótese H3**. Denotando que quanto maior o acesso a inovações financeiras maiores são as possibilidades de captação de recursos para investimentos em ativos reais.

Em seguida será apresentado o resultado da regressão considerando como variável dependente o ROA (*return on equity*), Tabela 11. Neste modelo pretende-se medir a influência da razão da receita financeira e ativo total no retorno sobre os investimentos totais (ROA).

Todos os testes apontaram para melhor ajuste para o modelo fixo, por meio dos testes de Hausman ( $p < 0,05$ ) e Breusch-Pagan (não significativo). O Modelo 3.1 apresentou poder de explicação de 14% da variável dependente ROA. O tamanho das empresas, representado pelo logaritmo dos ativos totais afetou significativa ( $p < 0,01$ ) e positivamente o retorno sobre os investimentos totais, com  $\beta$  de 0,073. Isso significa que empresas maiores tendem a apresentar maiores retornos do que empresas menores. O grau de endividamento também apresentou influência significativa ( $p < 0,05$ ), e positiva, sobre o ROA, o que se verifica pelo  $\beta$  de 0,235. Assim, empresas mais endividadas tendem a apurar maiores resultados ( $p < 0,05$ ).



Tabela 11: Coeficientes estimados para os modelos de regressão da variável ROA

Variáveis	Mod 3.1	Mod 3.2	Mod 3.3
Constante	-1,448***	-1,382***	-1,618***
	(0,466)	(0,449)	(0,410)
<b>Variáveis de Controle</b>			
(St1) Agro e Pesca	0,355**	0,344**	0,409**
	(0,150)	(0,144)	(0,164)
(St2) Alimentos e Bebidas	0,150**	0,163**	0,193***
	(0,066)	(0,065)	(0,075)
(St3) Energia Elétrica	0,299***	0,287***	0,312***
	(0,109)	(0,100)	(0,114)
(St4) Máquinas Industriais	0,392***	0,375***	0,464***
	(0,124)	(0,112)	(0,143)
(St5) Mineração e Minerais Não Metálicos	0,321**	0,321**	0,348**
	(0,146)	(0,146)	(0,152)
(St7) Petróleo e Gás	0,269**	0,241***	0,310**
	(0,110)	(0,093)	(0,119)
(St8) Química	0,456**	0,461**	0,516***
	(0,177)	(0,175)	(0,190)
(St9) Siderurgia e Metalúrgica	0,311**	0,295***	0,305**
	(0,121)	(0,109)	(0,119)
(St11) Têxtil	0,418***	0,418***	0,438***
	(0,146)	(0,140)	(0,149)
(St12) Transporte e Serviços	0,290**	0,273***	0,311***
	(0,110)	(0,097)	(0,116)
Tamanho	0,073***	0,042***	0,102***
	(0,022)	(0,105)	(0,029)
Endividamento	0,235**	0,252**	0,373**
	(0,100)	(0,105)	(0,140)
<b>Efeito Principal</b>			
%RF <sub>AT</sub>		0,028	
		(0,015)	
Pagamentos Financeiros			-0,029***
			(0,010)
<b>Avaliação do Modelo</b>			
Teste de White	51,79***	53,69***	57,23***
Teste de Hausman	23,53**	23,03**	25,80**
Teste de Chow	55,26***	53,94***	54,64***
Breusch-Pagan	1,80	1,68	2,61
<b>Estimação selecionada</b>			
Modelo	Fixo	Fixo	Fixo
Número de Observações	1220	1220	1220
Número de Empresas	61	61	61
Critério de Akaike	1724,94	1726,89	1714,73
F	4,194***	5,035***	4,412***
Durbin-Watson	1,23	1,14	1,24
R2 (ajustado)	14%	14%	15%

Modelo com erros padrão robustos. Valor do erro padrão consta entre parênteses. \* p < 0,10; \*\* p < 0,05; \*\*\* p < 0,01

As variáveis macroeconômicas PIB e Selic não se mostraram significativas para este modelo. Em relação ao Modelo 3.1, no Quadro 18, pode-se observar uma síntese dos setores que apresentaram influência positiva e nula no ROA.

SETOR DE REFERÊNCIA: VEÍCULOS E PEÇAS		
Influência positiva (p<0,01)	Influência positiva (p<0,05)	Influência nula
Energia Elétrica	Agro e Pesca	Telecomunicações
Máquinas Industriais e têxtil	Alimentos e Bebidas	
	Mineração e Minerais não Metálicos	
	Petróleo e Gás	
	Química,	
	Siderurgia e Metalurgia	
	Transporte e Serviços	

Quadro 18: Setores que apresentaram significância positiva e nula (VD = ROA)

No Modelo 3.2 verificou-se a influência da %RF<sub>AT</sub> no ROA. Todos os testes apontaram para melhor ajuste para o modelo fixo, por meio dos testes de Hausman (p<0,05) e Breusch-Pagan (não significativo). Ao acrescentar a variável %RF<sub>AT</sub> não alterou o poder de explicação do modelo permanecendo em 14%. Neste caso, a variável independente %RF<sub>AT</sub> não apresentou significância estatística para explicar a variação no ROA.

O tamanho, representado pelo logaritmo do ativo total, com  $\beta$  de 0,042 apresentou influência positiva e significativa a 1%, já o endividamento com  $\beta$  de 0,252 apresentou influência positiva e significativa a 5%. Portanto, o Modelo **não confirma a Hipótese H2**, pois, para as empresas analisadas, a receita proveniente do mercado financeiro não contribui para aumentar o retorno sobre os investimentos totais.

O Modelo 3.3 apresentou poder de explicação de 15%, significando que os pagamentos financeiros contribuem em 1 ponto percentual para explicar o modelo. A atividade econômica que mais apresentou poder de explicação foi o setor Químico com  $\beta$  de 0,52. O Modelo 3.3 **não confirma a Hipótese H4**, pois a variável pagamento financeiro apresentou  $\beta$  de -0,029 sendo significativo e negativo, demonstrando que contribui para explicar as variações na rentabilidade, neste caso, quanto maior os pagamentos financeiros via despesas financeiras e pagamentos de dividendos, menor o retorno sobre os ativos totais, sendo contrário do que esperava-se como resultado.

Feitas as considerações, na seção seguinte, será apresentado um resumo com os principais resultados da pesquisa, bem como discutido seu significado à luz do quadro teórico de referência.

## 5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Após serem apresentados todos os modelos de dados em painel, pode-se verificar no Quadro 19 quais dos resultados foram significativos. Das 5 hipóteses formuladas, 3 foram corroboradas.

Quadro 19: Síntese dos Resultados das Hipóteses Formuladas

<b>Indicadores da Variável</b>	<b>Indicadores da Variável Dependente</b>		
<b>Independente</b>	<b>Ativo Imobilizado</b>	<b>Capex</b>	<b>ROA</b>
Receita Financeira	(H1a) Confirmada	(H1b) Confirmada	(H2) Não Confirmada
Despesa Financeira		(H3) Confirmada	(H4) Não Confirmada

Inspecionando os resultados dos testes de hipóteses constatou-se que a  $\%RF_{AT}$  têm efeito negativo no ativo imobilizado (**H1a**), conforme apontado por Barradas (2017) em estudo de 27 países da União Europeia; por Tori e Onoran (2018) no Reino Unido; por Shu, Zhang e Zheng (2018) na China e por Barradas e Lagoa (2017) em Portugal. Orhangazi (2008b) forneceu evidências empíricas para a queda nos investimentos em ativos reais nos Estados Unidos devido a taxas mais altas de retorno em investimentos financeiros, o que cria incentivos para os gestores de empresas não financeiras reduzir fundos internos que poderiam ser usados para investimentos reais. Este resultado aponta que a financeirização reflete de forma negativa nos investimentos em ativos reais em empresas brasileiras.

A participação média anual das receitas financeiras em razão do ativo total (21,6%) é bem superior a razão das despesas financeiras em razão do ativo total (4,5%), conforme demonstrado no Gráfico 15, denotando que as empresas auferiram mais receitas via recebimentos de dividendos, participações em subsidiárias e receitas provenientes de juros do que está pagando de juros e dividendos no mercado financeiro.

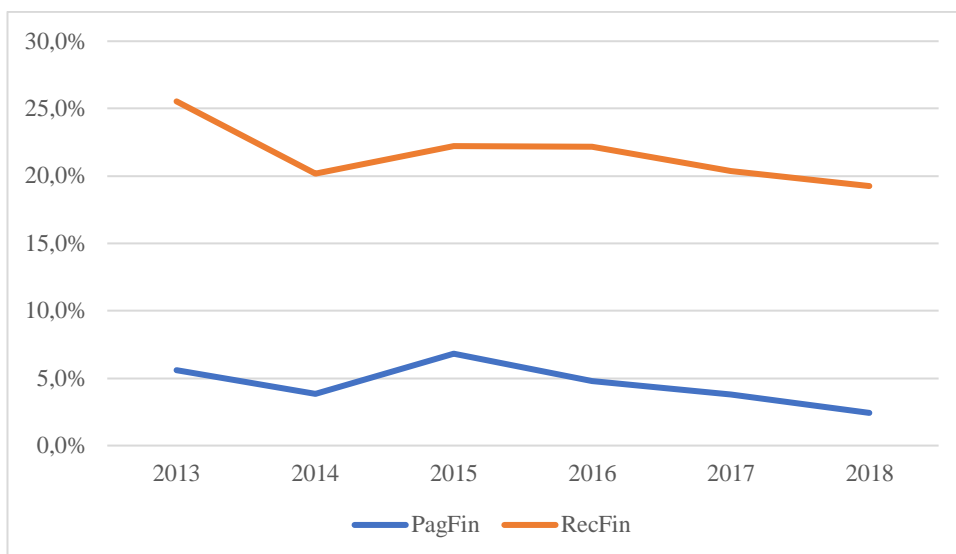


Gráfico 15: Média anual de participação da receita e despesa financeira em relação ao ativo total

Ao observar o comportamento da receita financeira e do Ebit (*Earnings Before Interest and Taxes*) em razão do ativo total, demonstrado no Gráfico 16, percebe-se que a receita financeira foi mais estável ao longo dos períodos do que o resultado operacional, que oscilou mantendo-se mais tempo na baixa, principalmente no período de 1º trimestre de 2015 ao 2º trimestre de 2016 quando começa a se recuperar chegando a 3,8% de resultado médio operacional.

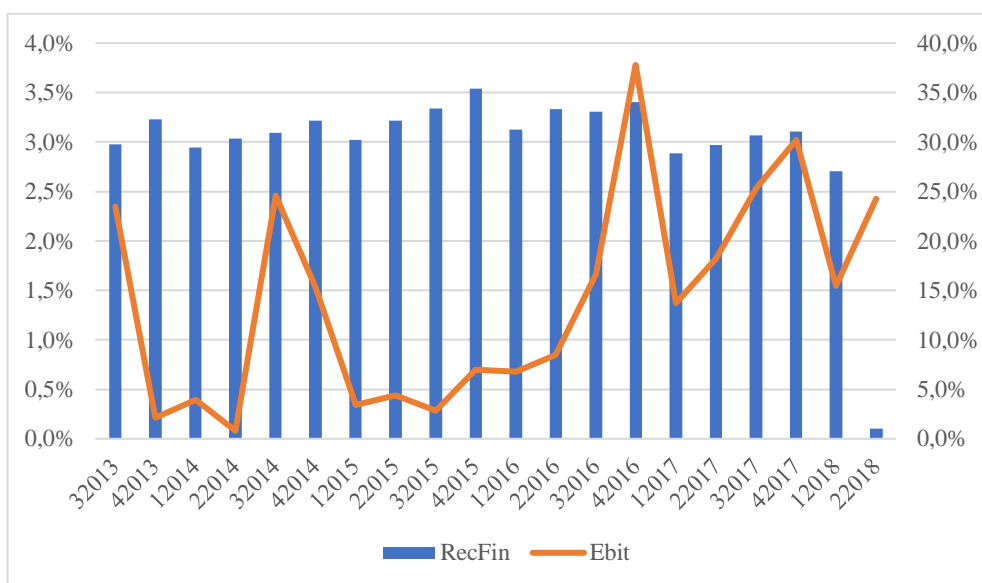


Gráfico 16: Média anual de participação da receita e Ebit em relação ao ativo total

As variações da taxa Selic mostraram-se significativa e positiva a 5% para explicar as variações nos ativos reais denotando que o aumento de 1 pp na taxa Selic ocasiona aumento de 5,1 pp no ativo imobilizado. Mesmo a taxa Selic sendo considerada alta não demonstrou ser um empecilho para o financiamento das empresas brasileiras. Isso pode ser explicado pelo fato de o sistema bancário brasileiro ser concentrado (aproximadamente 150 bancos concentram 80% das transações financeiras) e, conseqüentemente, as taxas praticadas são elevadas, o que depende de um movimento mais acentuado e de longo prazo da taxa Selic para interferir de forma significativa no sistema financeiro nacional. Entretanto, utilizar a Selic como variável é de fundamental importância, pois, conforme já mencionado, a mesma regula de forma indireta as demais taxas; além de que todos os bancos centrais possuem sua taxa básica de juros para nortear seus sistemas financeiros, o que permite uma comparação do processo de financeirização em demais países.

No Gráfico 17, percebe-se que taxa Selic oscilou de 7,25% a 14,25% no período analisado.

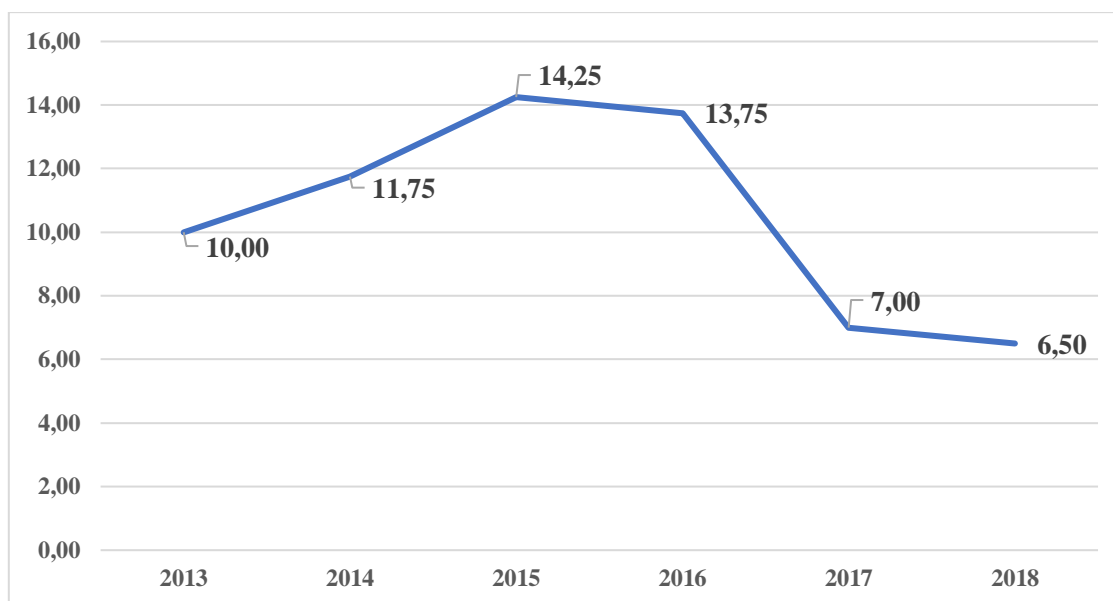


Gráfico 17: Comportamento da Taxa Selic (anual) 2013 a 2018.

Outros estudos, como de Ali Akkemik e Azen (2014), não conseguiram captar o efeito de variáveis macroeconômicas para explicar a financeirização; Demir (2009) identificou que em países como Argentina, México e Turquia a taxa de juros que remunera os investimentos financeiros, a incerteza macroeconômica, a volatilidade da taxa de câmbio e a

inflação afetam significativamente a escolha do *portfólio* das empresas industriais influenciando o comportamento de financeirização; para Feijó, Lamônica e Bastos (2017) a taxa Selic, considerada alta no Brasil em comparação com as economias avançadas, pode ser apontada como uma das principais razões pelas quais as taxas de investimento em ativos reais são baixas durante o período examinado em seus estudos (1990-2000), fato que não corrobora os resultados apontados nesta pesquisa (2013-2018).

O PIB também não se mostrou significativo estatisticamente para explicar as variações no ativo imobilizado, podendo representar o comportamento das empresas no curto prazo, quando não se tem certeza da estabilidade econômica e, provavelmente, da desconfiança da eficiência da gestão macroeconômica. Na sequência, o Gráfico 18 demonstra o comportamento da taxa de crescimento do PIB brasileiro no período de 2011 a 2017.

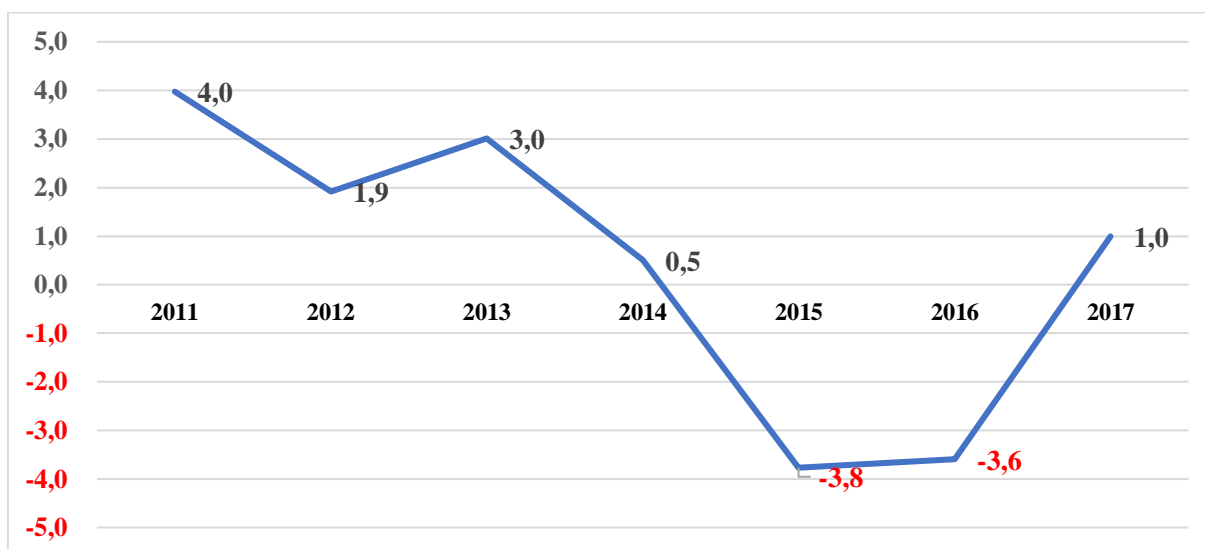


Gráfico 18: Comportamento do PIB (%) no período de 2011 a 2017.

O período em análise foi marcado por uma das mais expressivas recessões desde os anos de 1980, como por exemplo, o período de 1981 a 1983 (governo Figueiredo) o PIB reduziu 6,6% (inclusive com moratória decretada) e no período de 1990 a 1992 reduziu 3,9% (governo Collor marcado pela hiperinflação). Entre 2014 e 2017 (governo Dilma/Temer) a taxa de crescimento econômico do PIB foi de -6,7%. No período em análise (2013 a 2018) ocorreram dois fenômenos de muito impacto na economia brasileira: o Impeachment de Dilma Rousseff e um estagflação (estagnação econômica com inflação, caso raro de se observar na economia brasileira). Vale destacar que a última década, 2009 a 2018, foi

marcada por eventos endógenos e exógenos de forte impacto na economia, como a crise financeira internacional dos *subprimes*, as eleições presidenciais em 2010 (as quais sempre geram incertezas em relação às mudanças promovidas por um novo governo), a pressão inflacionária em 2011 (a inflação bate o teto da Meta: 6,5% a.a.), as novas eleições em 2014, o Impeachment em 2015 e a estagflação entre 2015 e 2017. Estes eventos mantiveram as taxas de juros finais em patamares elevados. Logo, os movimentos na taxa Selic foram mais para ajustar a inflação do que para nortear o investimento produtivo.

O Quadro 20 expressa os efeitos ocorridos na economia no período de 2010 a 2017 que impactam diretamente nas empresas brasileiras.

Ano	Eventos	Influência
2010	Forte crescimento econômico (7,5%); Dilma vence eleições.	+
2011 2014	Implantação de nova Matriz Macroeconômica: Plano Brasil Maior (Dilma e Mantega).	+
	<b>Matriz original:</b> Metas de Inflação, Meta de Superávit Primário, Câmbio Flutuante com intervenção ( <i>dirty floating</i> ).	+
	<b>Nova Matriz:</b> populismo - redução dos juros, concessão de crédito, aumento do endividamento público e das famílias, desoneração tributária (matriz mais frouxa).	-
	Modelo baseado no crescimento do consumo e gastos públicos sociais.	-
2014 2015	Crise política e desarranjo da nova matriz; <i>Impeachment</i> ; retomada da Matriz Macroeconômica original, mas desta vez restritiva, busca pela estabilização.	-
2014 2015 2016	Recessão e inflação (estagflação)	-
2017	Estabilidade macroeconômica e retomada do crescimento	- / +

Quadro 20: Eventos Macroeconômicos período de 2010-2017.

Portanto, em observação a tais fatos pode-se argumentar que a financeirização pode ter se tornado um comportamento institucionalizado facilitado por incertezas políticas e macroeconômicas. O' zen e Akkemik (2012) argumentam que a financeirização tornou-se institucionalizado na Turquia como estratégia de sobrevivência para as empresas sob tais incertezas, já no Brasil o efeito demonstra ser o mesmo.

O Gráfico 19 demonstra a evolução do índice de produção industrial do período de 2012 a 2017.

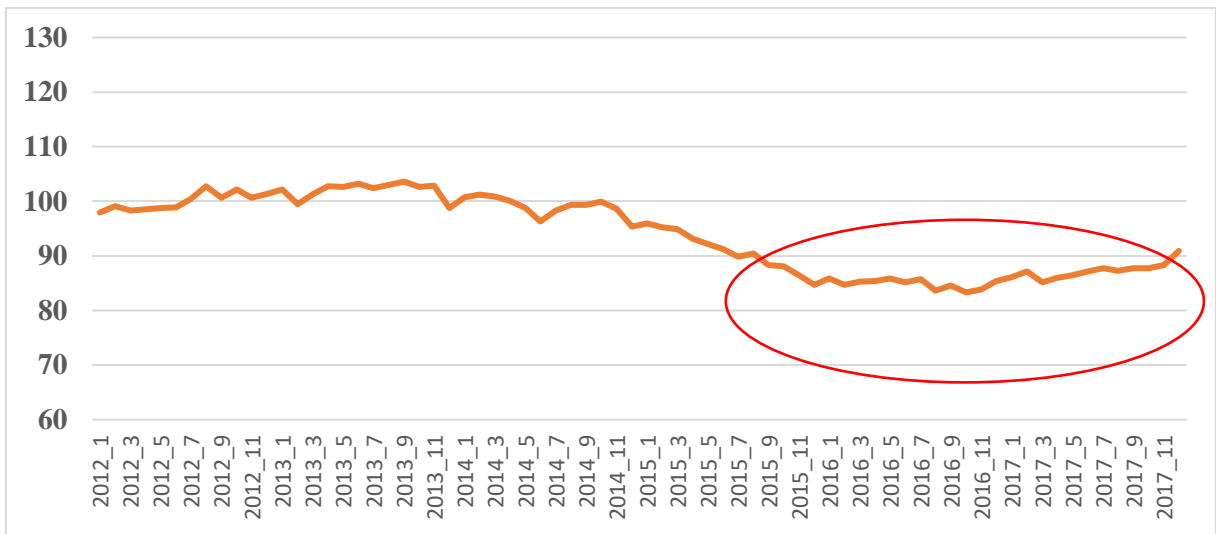


Gráfico 19: índice de produção industrial do período de 2012 a 2017.

A queda no índice a partir de 2015 demonstra a importância do setor industrial na composição do PIB brasileiro, mesmo com um processo de desindustrialização.

Quanto aos setores percebe-se que as características organizacionais (cultura, valores, crenças) de cada empresa moldam as estratégias de financeirização no nível da empresa implicando em características únicas, tanto da empresa quanto do setor, que colaboram no processo de financeirização. O Gráfico 20 demonstra o número de empresas financeirizadas e não financeirizadas por atividade econômica.

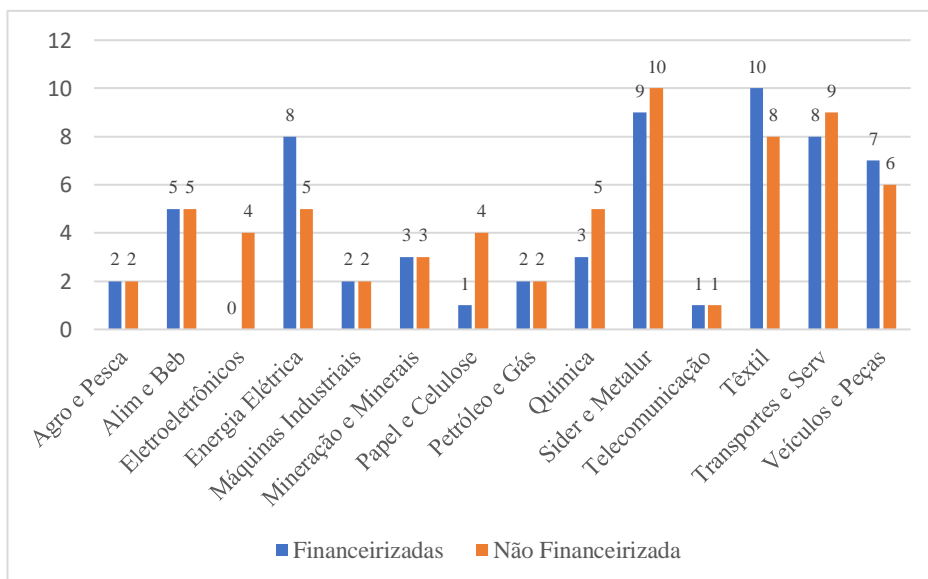


Gráfico 20: Número de Empresas Financeirizadas e Não Financeirizadas por setor



O setor que mais apresentou empresas financeirizadas foi o setor Energia Elétrica com 62% das empresas consideradas financeirizadas, após o setor Têxtil com 56% e Veículos e Peças com 54%. Das empresas que compõem o setor eletroeletrônico, por exemplo, nenhuma delas foi considerada financeirizada.

Quando observado as novas aquisições em ativos reais (*capex*), ou seja, os investimentos realizados em cada trimestre no *capex*, a influência também foi negativa, denotando que os investimentos em ativos financeiros impactam negativamente nas estratégias de investimentos de longo prazo.

Percebe-se aqui que a financeirização está direcionando as estratégias de investimentos para criação e absorção de valor via mercado financeiro. Segundo Andersson, et al. (2008) a absorção de valor surge quando o setor corporativo contabiliza o valor de mercado das transações no mercado de capitais. Sendo assim, as finanças do setor corporativo são um *mix* das receitas oriundas do mercado financeiro e do sistema produtivo. O PIB mostrou-se estatisticamente significativo para explicar os investimentos em ativos reais, quanto melhor a situação econômica do país maiores os investimentos no processo produtivo. Percebe-se que as estratégias de investimentos não estão atreladas somente às taxas de juros e sim a situação econômica do país, ou seja, nas expectativas dos agentes econômicos, onde, em um cenário propício para se fazer negócios ocorrem investimentos.

Para o *tamanho das empresas* utilizou-se como *proxy* o ativo total no qual foi estatisticamente significativo e positivo. Essa descoberta indica que as empresas maiores têm maior probabilidade de estarem mais envolvidas no mercado financeiro do que as menores, talvez por terem mais facilidade ao acesso as inovações financeiras e a melhores taxas de juros, tanto para captação quanto para alocação de recursos.

Já os *pagamentos financeiros* sob a forma de juros bancários e pagamentos de dividendos apresentou influência positiva e significativa, sendo que o aumento de 1 pp nessa variável aumenta em 0,2 pp de investimentos no *capex*. Tal resultado diverge dos achados de Barradas (2017) no qual identificou que os pagamentos financeiros influenciam negativamente os investimentos em ativos reais nos 27 países da União Europeia e de Tori e Onaran (2018) no Reino Unido. No Gráfico 21 pode-se visualizar o movimento da variável *capex* e da despesa financeira em relação ao ativo total. Percebe-se que as despesas financeiras movimentam-se na mesma direção do *capex* indicando que o pagamento de juros do endividamento tem sido direcionado para aquisição de novos ativos reais. O período do 1º

trimestre de 2015 ao 4º trimestre de 2015 onde tem-se um pico de crescimento das despesas financeiras pode ser devido as altas taxas de juros que, nesse período, passou de 11,75% para 14,25%. O ano de 2016 ainda foi um período de altas taxas de juros ficando num patamar de 13,75% até o 1º trimestre de 2017, mesmo assim, percebe-se que as empresas em análise continuaram investindo mesmo num ritmo mais lento.

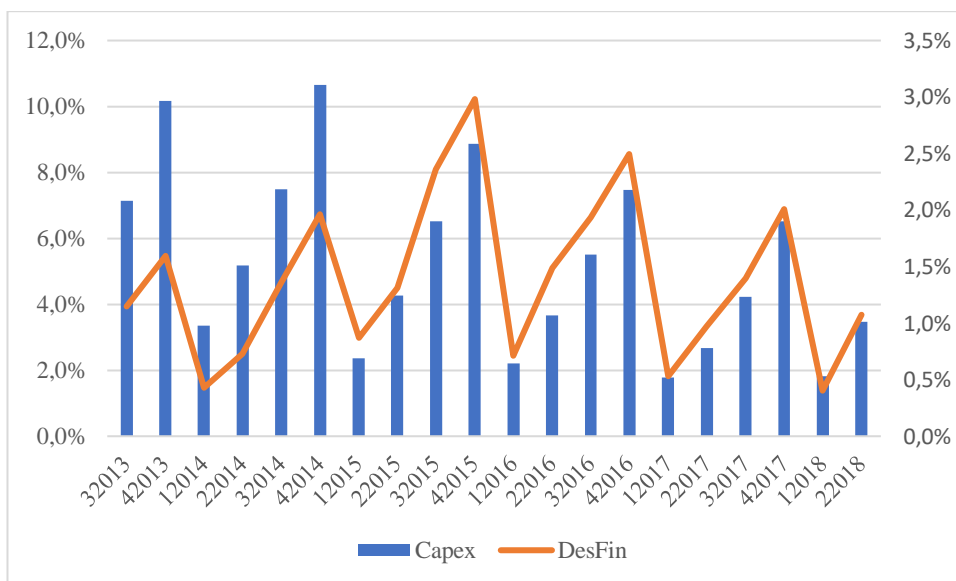


Gráfico 21: Capex e despesa financeira em razão do ativo total

No ano de 2014 a 2015 houve um desaceleramento de 1,9%, em média, de participação do capex em relação ao ativo total, para 1,6% caindo para 1,4% em 2016. Vale ressaltar que neste período o Brasil estava passando por crise política e desarranjo da nova matriz macroeconômica, *impeachment* e busca pela estabilização. O desaceleramento em investimentos continua em 2017 ficando os investimentos no capex próximo de 1,1% do ativo total e 0,8% até o 2º trimestre de 2018. Tal resultado demonstra que as estratégias de investimentos estão atreladas a situação econômica e política do país.

No Gráfico 22 pode se visualizar o movimento da variável capex e do pagamento dos dividendos a em relação ao ativo total. Aqui percebe-se que empresas que mais pagam dividendos são aquelas que mais investem em novas aquisições em ativos reais. Mesmo num período de desaceleração econômica as empresas, deste estudo, mantiveram o pagamento de dividendos, em torno de 1% do ativo total (anual).

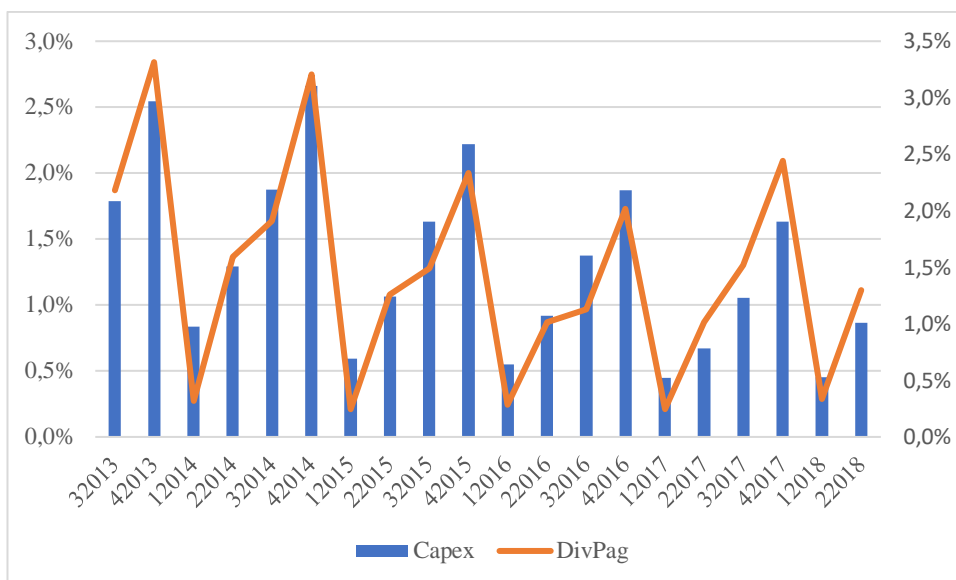


Gráfico 22: Capex e pagamentos de dividendos em razão do ativo total

Os resultados demonstram que a captação de recursos onerosos no mercado financeiro e o pagamento de dividendos não prejudicam os investimentos em ativos reais, ao contrário, aponta que o *endividamento* contribui no financiamento de ativos imobilizados, mesmo no Brasil tendo uma taxa de juros significativamente alta. Isso provavelmente ocorre porque a dívida permite que empresas com meios internos e patrimônio limitado de financiamento possam realizar investimentos por meio de crédito.

Tais resultados vão contra os achados de Davis (2016), nos EUA, no qual encontrou correlação em declínio entre os empréstimos das empresas não financeiras e os investimentos em ativos fixos desde os anos 1970, apesar do aumento da participação média da dívida. Segundo a autora, as evidências empíricas sugerem que as empresas não financeiras tomam empréstimos, cada vez mais, para financiar recompras de ações, em vez de investimentos em ativos reais.

Barradas e Lagoa (2017) também encontraram resultados divergentes na economia Portuguesa, identificaram que o nível da dívida tem um efeito dinâmico negativo no investimento. Embora, segundo os autores, um aumento da dívida tenha, *ceteris paribus*, um efeito positivo de longo prazo no investimento, quando outras variáveis mudam, esse efeito se torna negativo. Os autores afirmam que de fato, um aumento na dívida produz um efeito dinâmico negativo na lucratividade e no crescimento do produto, levando a uma diminuição no investimento. Esse efeito provavelmente ocorre porque o endividamento, que cresceu a

partir da década de 1990, limita a capacidade das empresas não financeiras de obter mais crédito e patrimônio. Na mesma linha, isso sugere que o crédito está sendo usado para pagar as dívidas existentes ao invés de fazer investimentos reais. (BARRADAS; LAGOA, 2017).

Quanto a influência da *receita financeira em razão do ativo total* ( $\%RF_{AT}$ ) no retorno sobre os investimentos totais (ROA) não foi estatisticamente significativo. Não se encontrou evidências de que a receita financeira contribui para aumentar a rentabilidade conforme pressupõe a teoria da financeirização, não confirmando a **Hipótese H2**. Logo, se a receita financeira não contribui para aumentar a rentabilidade das empresas pressupõe-se que não seja esse o objetivo central do gestor financeiro e, sim, aproveitar as oportunidades do mercado financeiro afim de preservar o capital e, também, por questões de sobrevivência, em períodos de instabilidade econômica ou em períodos de declínio nas oportunidades de negócios. Soener (2015) afirma que essa é a perspectiva da economia política em que as empresas não financeiras estão se tornando mais financeirizadas para permanecerem viáveis. Não se pode afirmar com esses achados de que os gestores estejam sendo influenciados a tomar decisões estratégicas pressionados por *stakeholders* na busca pela maximização do lucro. Tais resultados apontam para outros fatores, não somente o econômico, sobre as estratégias de investimentos em empresas brasileiras.

Os *pagamentos financeiros* geram impacto negativo e significativo no ROA, para um aumento de 1 pp nas despesas financeiras gera uma queda no ROA de 0,03 pp. A despesa financeira sendo dedutora do lucro ocasionará queda na rentabilidade caso não observada outras variáveis. Como os recursos do endividamento, conforme visto acima, estão sendo direcionados para aquisição de novos ativos reais, pressupõem-se que eles ocasionarão maior produtividade, maior receita e provavelmente maior lucro. Contudo, vale destacar que está incluso o pagamento dos dividendos nesta variável, que também é responsável pela queda no ROA.

## 6 CONCLUSÕES

Esta tese apresenta evidências sobre os efeitos da financeirização nas estratégias de investimentos em empresas não financeiras listadas publicamente no Brasil com base em modelo de dados em painel entre o 3º trimestre de 2013 e 2º trimestre de 2018. Sua principal contribuição para a literatura sobre financeirização, ao contrário dos estudos anteriores, que se concentram nos efeitos da financeirização, concentra-se nos determinantes (causas) do comportamento das estratégias de financeirização das ENFs.

No total foram analisadas 61 empresas nos quais encontraram-se evidências estatísticas significativas de financeirização denotando que os investimentos em ativos financeiros impactam de forma negativa nos investimentos em ativos reais (**H1a e H1b**), sendo assim, a financeirização têm direcionado as estratégias de investimentos para criação e absorção de valor via mercado financeiro em detrimento do sistema produtivo. A busca por rentabilidade de curto prazo prejudica os investimentos de longo prazo resultando no que Crotty (2005) chamou de incompatibilidade de planejamento. Mesmo que as empresas tenham direcionado seus recursos para ativos financeiros, reversíveis em curto prazo, para usufruir das altas taxas de juros do período, mesmo assim, tais práticas têm afetado os investimentos em ativos reais. As oscilações na economia, no período analisado, a queda no PIB e na produção industrial e as altas taxas de juros ocasionaram queda nas taxas de lucro do setor real corroborando para investimentos em ativos financeiros.

Outro achado importante foi de que as variações do PIB geram influência nas decisões para aquisições de ativos reais (capex). O resultado denota que a situação econômica do país, a dinâmica conjuntural, é o fator central para tomada de decisões financeiras, de curto prazo, independente da taxa de juros, fato que também fica evidente ao analisar o endividamento, pois apresentou relação positiva com o ativo imobilizado e o capex. Este resultado aponta que as empresas brasileiras utilizam do crédito para investir no próprio negócio expandindo suas atividades e não para injetar no mercado financeiro e “fazer mais dinheiro” com recursos de terceiros, conforme achado encontrado por Tori e Onaran (2018) no Reino Unido.

A taxa de juros Selic apresentou influência positiva e significativa ( $p < 0,05$ ) para explicar as variações do ativo imobilizado existentes, contudo não contribuiu para explicar as variações das novas aquisições em ativos imobilizados (capex) denotando que quanto maior a taxa Selic maior o volume financeiro em ativos imobilizados, tal resultado vai contra o

esperado já que se supunha que uma taxa de juros menor ocasionaria maior acesso ao crédito, em contrapartida, maior volume de investimentos em imobilizado, por outro lado, quanto maior a taxa de juros maiores deveriam ser os investimentos em ativos financeiros, segundo os pressupostos da financeirização, ocasionando uma queda no volume de recursos investidos no ativo imobilizado. Entende-se aqui, que devido a esta pesquisa estar considerando dados de corte transversal de curto prazo (5 anos) de que não seja um período suficiente para capturar a influência do impacto da taxa de juros nas decisões de investimentos em ativos reais já que são decisões de âmbito estratégico e de longo prazo.

Como **H2** não foi confirmada não se encontrou evidências de que a financeirização esteja direcionando as decisões corporativas para maximização de valor via mercado financeiro no intuito de aumentar a rentabilidade e, conseqüentemente, distribuir mais dividendos. Percebe-se que a financeirização para as ENFs não parece resultado exclusivamente de uma escolha livre e deliberada dos gestores financeiros, e sim, de um certo estreitamento de opções, como já ocorrido na transição do fordismo para o taylorismo com a queda na produtividade. Queda na produtividade, na economia brasileira, é comum de acordo que ocorrem mudanças políticas, principalmente. E, a financeirização acaba ocorrendo, muitas vezes por falta de opção de investimento no próprio sistema produtivo.

O aumento dos pagamentos financeiros representado pelas despesas com juros e pagamentos de dividendos, pode diminuir os recursos disponíveis para a acumulação de ativos reais, enquanto observado isoladamente. Contudo, ao analisar a variável, por contas que a compõem, sabe-se que as despesas com juros têm origem na captação de recursos de terceiros e, ao captar recursos de terceiros, para expandir as atividades, supõem-se que a empresa irá produzir mais, vender mais e apurar mais lucros, mesmo pagando mais juros. Da mesma forma ao observar os pagamentos de dividendos, pressupõem-se que uma empresa boa pagadora de dividendos atrairá mais investidores e captará mais recursos para expansão. Os achados desta pesquisa apontam que os pagamentos financeiros influenciam de forma positiva as novas aquisições de ativos reais (capex) (**H3**) e negativamente o ROA (**H4**). O resultado do ROA pode ser explicado pelas altas taxas de juros do período e altos pagamentos de dividendos num período onde a economia brasileira se encontrava instável por problemas políticos e econômicos.

Conclui-se que as restrições organizacionais, cultura, valores ou características de cada empresa moldam as estratégias de financeirização no nível da empresa. Isso significa que as

empresas se financiam não apenas para compensar condições amplas, como o baixo desempenho (BAUD; DURAND, 2012) ou uma resposta à incerteza (AKKEMIK; ÖZEN, 2014), mas que a estrutura e a dinâmica de certos tipos de empresas podem aumentar ou diminuir a probabilidade de financeirizar. Isso implica que características únicas da empresa ou do setor colaboram no processo de financeirização. Das empresas que compõem o setor eletroeletrônico, por exemplo, nenhuma delas foi considerada financeirizadas. Já, o setor de Energia Elétrica, 62% das empresas que compõem o setor foi classificada como financeirizadas, o setor Têxtil com 56% das empresas e Veículos e Peças com 54%. Logo, percebe-se que não há um padrão no qual possa afirmar que todas as empresas e todos os setores são impactados pelos benefícios ou malefícios da financeirização. Isso pode ser explicado pelo fato de o setor industrial ser composto por atividades de maior ou menor complexidade produtiva, sendo subdividido em Bens de Capital (máquinas e equipamentos) e Bens de Consumo (produtos finais). Algumas atividades são mais intensivas em capital e outras mais intensivas em mão de obra, por exemplo.

Para estudos futuros sugere-se utilizar uma variável moderadora para identificar pela regressão qual dos setores é mais financeirizado. Sugere-se também analisar o pagamento dos dividendos separado das despesas financeiras para identificar o impacto desta variável na rentabilidade.

## REFERENCIAS

ACKROYD, S.; MURPHY, J. “Transnational corporations, socio-economic change and recurrent crisis.” *Critical Perspectives on International Business*, 2013, 4 ed.

AGLIETTA, M. *Regulation e Crisis du Capitalism*. Paris: Calmann-Lévy, 1976.

AKKEMIK, K. A.; ÖZEN, Ş. “Macroeconomic and Institutional Determinants of Financialisation of Non-financial Firms: Case Study of Turkey.” *Socio-Economic Review*, 2014: 71-98.

ALEXIOUS, C.; NELLIS, J. G. “Investment Decisions within the Context of Financialization: Cointegration Evidence from the UK Economy.” *Panoeconomicus*, 2016: 113-133.

AMARAL, J. F; EPSTEIN, G; FINE, B; TOPOROWSKI, J. *Financeirização da economia: a última fase do neoliberalismo*. Unipessoal: Lisboa, 2010.

ANDERSSON, T.; HASLAM, C.; LEE, E.; TSITSIANIS, N. “Financialization directing strategy.” *Accounting Forum*, 2008, 32 ed.: 261-275.

ANDRADE, M. M. *Como preparar trabalhos para cursos de pós-graduação: noções práticas*. 6. São Paulo: Atlas, 2004.

APPELBAUM, E.; BATT, R.; CLARK, I. “Implications of financial capitalism for employment relations research: Evidence from breach of trust and implicit contracts in private equity buyouts.” *British Journal of Industrial Relations*, 2013, 3 ed.: 498-518.

ASPARA, J.; PAJUNEN, K.; TIKKANEN, H.; TAINIO, R. “Explaining Corporate Short-termism: Self-reinforcing Processes and Biases among Investors, the Media and Corporate Managers.” *Socio-Economic Review*, 2014: 667-693.

BABBIE, E.R. *Métodos de Pesquisas de Survey*. Belo Horizonte: UFMG, 2001.



- BARAGAR, F.; CHERNOMAS, R. "Profits from production and profits from exchange: Financialization, household debt and profitability in 21st-century capitalism." *Science and Society*, 2012.
- BARRADAS, R. "Financialisation and Real Investment in the European Union: Beneficial or Prejudicial Effects?" *Review of Political Economy*, 27 de Jun de 2017: 1-39.
- BARRADAS, R.; LAGOA, S. "Financialization and Portuguese real investment: A supportive or disruptive relationship?" *Journal of Post Keynesian Economics*, 08 de Out de 2017: 01-27.
- BAUD, C.; DURAND, C. "Financialization, Globalization and the Making of Profits by Leading Retailers." *Socio-Economic Review*, 2012: 241-266.
- BAUDRILLARD, J. *Para uma crítica da economia política do signo*. Lisboa: Edições 70, 1995.
- BAUMAN, Z. *Capitalismo parasitário*. Rio de Janeiro: Zahar, 2010.
- BELLUZZO, L. G. M. *O crash de 2008*. São Paulo: Aracati, 2009.
- BORGES, M. A. *Eugênio Gudin: Capitalismo e Neoliberalismo*. . São Paulo: Bional/EDUC, 1996.
- Bourguinat, H., e E Brys. "L'arrogance de la finance: comment le théorie financière a produit le krach. ." *Paris: La Découverte*, 2009.
- BOYER, R. *A Teoria da Regulação: uma análise crítica*. . São Paulo: Nobel, 1990.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. "A crise financeira global e depois: um novo capitalismo?" *Novos estudos CEBRAP*, mar de 2010, 86 ed.
- CARRUTHERS, B. G. "Financialization and the institutional foundations of the new capitalism." *Socio-Economic Review*, 2015, 2 ed.
- CARRUTHERS, B. G.; KIM, J. C. "The Sociology of Finance." *Annual Review of Sociology*, 2011: 239-259.

CHAN, S. “I am King: Financialisation and the paradox of precarious work.” *The Economic and Labour Relations Review*, 2013, 3 ed.: 362-379.

CHESNAIS, F. *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências*. Tradução: Maria Marques e Paulo Nakatami. São Paulo: Boitempo, 2015.

—. *A mundialização do capital*. São Paulo: Xama, 1996.

CHIMA, O. R.; LANGLEY, P. “Putting Humpty Dumpty Back Together Again: Financialisation and the Management of the Subprime Mortgage Crisis.” *Global Society*, 2012: 409-427.

COSTA, F. N. De Maria Conceição Tavares ao capitalismo financeiro. In: MERCADANTE, A. et al., e PRADO L. C. D. (Org.). “Desenvolvimento econômico e crise: ensaios em comemoração aos 80 anos de Maria Conceição Tavares.” Rio de Janeiro: Contraponto, s.d.

CROTTY, J. R. “Owner–Manager Conflict and Financial Theories of Investment Instability: A Critical Assessment of Keynes, Tobin, and Minsky.” *Journal of Post Keynesian Economics*, 1990: 519-542.

CROTTY, J. R. “The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and Impatient Finance on Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era.” *In Financialisation and the World Economy*, 2005.

DAVIS, E. P.; STEIL, B. *Institutional Investors*. Cambridge, MA: The MIT Press, 2001.

DAVIS, G. F.; DIEKMANN, K. A.; TINSLEY, C. H. “The Decline and Fall of the Conglomerate Firm in the 1980s: The Deinstitutionalization of an Organizational Form.” *American Sociological*, 1994: 547–570.

DAVIS, G. F.; KIM, S. “Financialization of the Economy.” *The Annual Review of Sociology*, 2015: 11-19.

DAVIS, G. *Managed by the Markets: How Finance Re-Shaped America*. New York, NY,: Oxford University Press, 2009.

DAVIS, L. E. “Identifying the “financialization” of the nonfinancial corporation in the U.S. economy: A decomposition of firm-level balance sheets.” *Journal of Post Keynesian Economics*, 20 de Jul de 2016: 115-141.

—. “Financialization and the non-financial corporation: An investigation of firm-level investment behavior in the United States.” *Metroeconomica International Review of Economics*, 2017: 1-38.

DAVIS, L. “Financialization and the nonfinancial corporation : an investigation of firm-level investment behavior in the U . S . , 1971-2011.” *Economics Department Working Paper Series*, 2013.

DEMIR, F. “Financial liberalization, private investment and portfolio choice: financialization of real sectors in emerging markets.” *Journal of Development Economics*, 2009: 314–24.

DIMAGGIO, P. “The twenty-first-century firm: changing economic organization in international perspective.” Princeton University Press, 2009.

DUMÉNIL, G.; LÉVY, D. “La grande bifurcation. En finir avec le néolibéralisme, Paris, La Découverte, coll.” *L’horizon des possibles*, 2014: 199.

EPSTEIN, G. A. *Financialization and the world economy*. Edward Elgar Publishing, 2005.

FEIJÓ, C.; LAMÔNICA, M. T.; BASTOS, J. C. A. “Why does the investment rate not increase? Capital accumulation and stabilization policy in the 1990s and 2000s in Brazil.” *Journal of Post Keynesian Economics*, 01 de 02 de 2017: 541-561.

FIANI, R. *Economia de Empresas*. São Paulo: Saraiva, 2015.

FISS, P. C.; ZAJAC, E. J. “The Diffusion of Ideas over Contested Terrain: The (Non) Adoption of a Shareholder Value Orientation among German Firms.” *Administrative Science*, 2004: 501–534.

FLIGSTEIN, N. “The Transformation of Corporate Control. .” Cambridge, MA: Harvard University Press, 1990.

- FLIGSTEIN, N.; SHIN., T.-J. *The Shareholder Value Society: A Review in Changes in Working Conditions in the U.S., 1976–2000*. New York: Russell Sage, 2004.
- FONTENELLE, I. A. “O estatuto do consumo na compreensão lógica e das mutações do capitalismo.” *Lua Nova*, 2014: 207-240.
- FOSTER, J. B. “The Financialization of Capitalism. .” *Monthly Review*, 2007, 11 ed.: 1–12.
- GOLDSTEIN, A. “Revenge of the Managers: Labor Cost-Cutting and the Paradoxical Resurgence of Managerialism in the Shareholder Value Era, 1984 to 2001.” *American Sociological Review*, 2015: 268–294.
- GORZ, A. *O imaterial: conhecimento, valor e capital*. Tradução: Celso Azzan Júnior. São Paulo: Annablume, 2005.
- HAIR JR, J. F.; ANDERSON, R.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. *Análise Multivariada de Dados*. 5. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- HART, O. D. “An economist's perspective on the theory of the firm.” *Columbia Law Review*, 1989: 1757-1774.
- HARVEY, D. *Condição Pós-Moderna: uma pesquisa sobre as origens da mudança cultural*. São Paulo: Loyola, 1992.
- . *Condição Pós-Moderna: uma pesquisa sobre as origens da mudança cultural*. São Paulo: Loyola, 2007.
- HEIN, E. “Finance-Dominated Capitalism and Redistribution of Income: A Kaleckian Perspective.” *Levy Economics Institute Working Paper*, 2013: 746.
- HEIN, E.; DODIG, N. “Finance Dominated Capitalism, Distribution, Growth and Crisis – Long-run Tendencies.” *In The Demise of Finance-dominated Capitalism: Explaining the Financial and Economic Crises*, 2015.
- HEIN, E.; VAN TREECK, T. “Financialisation in Post-Keynesian Models of Distribution and Growth.” *Handbook of Alternative Theories of Economic Growth*, 2010.

HERBST, K. K.; DUARTE, F. C. “A nova regulação do sistema financeiro face à crise econômica mundial de 2008.” *Rev. Direito Econ. Socioambiental*, jul./dez. de 2013, 2 ed.: 16-38.

JAMESON, F. *Postmodernism, or, the cultural logic of late capitalism*. . Duke University Press, 1991.

JENSEN, M. “Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function.” *Journal of Applied Corporate Finance*, 2001: 8-21.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. “Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade.” *Revista de Administração de Empresas*, Abr./Jun. de 2008, 2 ed.: 87-125.

JENSEN, M.; MECKLING, W. “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure.” *Journal of Financial Economics*, 1976: 305-360.

JOSIFIDIS, K, LOŠONC, A, and SUPIC, N. “Neoliberalism: Befall or Respite?” *Panoeconomicus*, 2010: 101-117.

JOHNSON, G.; SCHOLE, K.; WHITTINGTON, R. *Explorando a estratégia corporativa. Texto e casos*. Porto Alegre: Bookman, 2007.

KARYOTIS, C.; ONOCHIE, J. “Ten Challenges to Have a Sustainable Financial System.” *Finance and Economy for Society*, 2016: 179-198.

KATZ, F, J. *Questionando as teorias da dependência e da Financeirização: o Brasil em encruzilhada do desenvolvimento do capitalismo*. São Paulo: Plêiade, 2011.

KERLINGER, F.N. *Metodologia da Pesquisa em Ciências Sociais: um tratamento conceitual*. . São Paulo: EPU, 1980.

KOSE, M. A, et al. “Financial globalization: A Reappraisal - Part-I.” *IMF Staff Papers*, Apr de 2009: 8+.

KRIPPNER, G. *Capitalizing on crisis: The political origins of the rise of finance*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 2012.

—. *Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance*. Cambridge, MA: Harvard University Press., 2011.

LAZONICK, W.; O’SULLIVAN, M. “Maximizing shareholder value: A new ideology for corporate governance.” *Economy and Society*, 2000: 13-35.

LIN, K.; TOMASKOVIC-DEVEY, D. “Financialization and U.S. Income Inequality, 1970–2008.” *American Journal of Sociology*, 2013: 1284–1329.

LIPIETZ, A. “The Debt Problem, European Integration and the New Phase of World Crisis.” *New Left Review*, 1989: 37–50.

LLORENS, F. A. Desenvolvimento econômico local: caminhos e desafios para a construção de uma nova agenda política. Rio de Janeiro: BNDES, 2001.

MARINS, L. M. “Economia, Tecnologia e Inovação: da Teoria da Firma à Gestão da Inovação.” *EnANPAD*, 23-27 de set de 2006: 1-12.

MARÔCO, J. *Análise de Equações Estruturais: Fundamentos teóricos, Software e Aplicações*. Pêro Pinheiro: Cafileza, 2014.

MARX, R. F.; SOARES J. P. “A influência da orientação à geração de valor ao acionista nas práticas de gestão de pessoas no ambiente da produção.” *Gestão & Produção*, 2008: 215-230.

MINSKY, H. P. *Estabilizando uma economia instável*. Osasco/SP: Novo Século, 2009.

ORHANGAZI, O. “Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003.” *Cambridge Journal of Economics*, 9 de Abril de 2008: 863–886 .

PAULANI, L. M. . “A crise do regime de acumulação com dominância da valorização financeira e a situação do Brasil.” *Estudos avançados*, 2009: 25-39.

- PENROSE, E. *A teoria do crescimento da firma. Tradutor: Tamás Szmercsányi.* . Campinas, SP: Editora da Unicamp, 2006.
- PLIHON, D. “A economia de fundos próprios: um novo regime de acumulação financeira.” *Economia e Sociedade*, dez de 1999: 41-56.
- RICHARDSON, R. J. *Pesquisa social: métodos e técnicas.* São Paulo: Atlas, 1999.
- SAMUEL, C. “Does Shareholder Myopia Lead to Managerial Myopia? A First Look.” *Applied Financial Economics*, 2000: 493-505.
- SASSEM, S. *Expulsões: brutalidade e complexidade na economia global.* . Tradução: Angélica Freitas. São Paulo: Paz e Terra. , 2016.
- SILVA, L. A. S. *Moeda e crise econômica global.* São Paulo: Editora Unesp, 2015.
- SOENER, M. C. “Why do Firms Financialize? Meso-level Evidence from the US Apparel and Footwear Industry, 1991-2005.” *Socio-Economic Review*, 2015: 549–573.
- STOCKHAMMER, E; ONARAN, O; EDERER, S. “Functional Income Distribution and Aggregate Demand in the Euro Area.” *Cambridge Journal of Economics*, 2009: 139-159.
- STOCKNAMMER, E. “Financialization and the Global Economy. Political Economy Research Institute (PERI).” *University of Massachusetts Working Paper*, 2010: 240.
- SUPIĆ, N. “Neoliberalizam: sudbina ili izbor (Neoliberalism: Destiny or Choice).” *Panoeconomicus*, 2008: 527-530.
- TAVARES, M. C. *Da substituição de importações ao capitalismo financeiro.* 9. Rio de Janeiro: Zahar, 1981.
- . “A Crise Financeira Atual.” *Paper Itamaraty de 30 de abril de 2009*, 2009.
- TIGRE, P. “Inovação e teorias da firma em três paradigmas.” *Revista de Economia Contemporânea*, 1998.

TOMASKOVIC-DEVEY, D.; LIN, K.; MEYERS, N. “Did Financialization Reduce Economic Growth?” *Socio-Economic Review*, 2015: 525-548.

TORI, D, e Ö. ONARAN. “The effects of financialization on investment: evidence from firm-level data for the UK.” *Cambridge Journal of Economics* , 2018: 1-24.

USEEM, M. *Executive Defense: Shareholder Power and Corporate Reorganization*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1993.

WEISS, H. “Financialization and Its Discontents: Israelis Negotiating Pensions.” *American Anthropologist*, 2015, 3 ed.



## APÊNDICE A: EMPRESAS FINANCEIRIZADAS E NÃO FINANCEIRIZADAS

SETORES/EMPRESAS	Média de RecAT %	STATUS	FINANCEIRIZADAS
<b>Agro e Pesca</b>	<b>23,32%</b>		
Biosev	3,30%	NF	2
Brasilagro	12,28%	NF	
Pomifrutas	23,67%	F	
SLC Agricola	54,02%	F	
<b>Alim e Beb</b>	<b>24,17%</b>		
Ambev S/A	72,92%	F	5
BRF SA	15,51%	NF	
Excelsior	0,92%	NF	
JBS	34,97%	F	
Josapar	16,84%	NF	
M.Diasbranco	4,24%	NF	
Marfrig	32,73%	F	
Minerva	24,79%	F	
Oderich	6,87%	NF	
São Martinho	31,90%	F	
<b>Eletroeletrônicos</b>	<b>8,21%</b>		
IGB S/A	2,26%	NF	0
Itautec	14,99%	NF	
Positivo Tec	7,42%	NF	
Whirlpool	8,17%	NF	
<b>Energia Elétrica</b>	<b>37,52%</b>		
Alupar	82,11%	F	8
Ampla Energ	2,88%	NF	
Coelce	1,75%	NF	
Elektro	1,95%	NF	
Eneva	71,16%	F	
Engie Brasil	36,26%	F	
Equatorial	1,70%	NF	
Ger Paranap	4,16%	NF	
Neoenergia	91,97%	F	
Renova	67,84%	F	
Statkraft	70,80%	F	
Taesa	28,36%	F	
Tran Paulist	26,75%	F	
<b>Máquinas Industriais</b>	<b>37,39%</b>		
Bardella	17,65%	NF	2
Inds Romi	13,04%	NF	
Metalfrío	30,93%	F	
Weg	87,93%	F	
<b>Mineração e Minerais não Met</b>	<b>17,83%</b>		
Magnesita SA	30,66%	F	3
MMX Miner	24,25%	F	
Vale	3,62%	NF	
Eternit	35,47%	F	
Nadir Figuei	9,61%	NF	
Portobello	3,39%	NF	

*continua*

			conclusão
<b>Papel e Celulose</b>	<b>16,97%</b>		
Celul Irani	18,44%	NF	1
Fibria	36,71%	F	
Klabin S/A	7,17%	NF	
Melhor SP	18,77%	NF	
Suzano Papel	3,76%	NF	
<b>Petróleo e Gás</b>	<b>45,69%</b>		
Cosan	90,58%	F	2
Dommo	4,32%	NF	
Pet Manguih	2,46%	NF	
Petrorio	85,42%	F	
<b>Química</b>	<b>18,66%</b>		
Bombril	51,73%	F	3
Braskem	18,90%	NF	
Cristal	21,65%	F	
Elekeiroz	5,38%	NF	
Fer Heringer	5,97%	NF	
Nortcquimica	0,99%	NF	
Nutriplant	32,83%	F	
Unipar	11,80%	NF	
<b>Siderurgia &amp; Metalurgia</b>	<b>33,41%</b>		
Aço Altona	1,74%	NF	9
Aliperti	57,03%	F	
Ferbasa	6,43%	NF	
Fibam	0,63%	NF	
Forja Taurus	63,75%	F	
Gerdau	82,66%	F	
Gerdau Met	88,47%	F	
Haga S/A	13,21%	NF	
Kepler Weber	83,65%	F	
Lupatech	91,82%	F	
Mangels Indl	10,44%	NF	
Metal Iguacu	1,84%	NF	
Metisa	8,07%	NF	
Mundial	10,88%	NF	
Panatlantica	51,13%	F	
Parapanema	15,60%	NF	
Sid Nacional	0,50%	NF	
Tekno	21,70%	F	
Usiminas	25,30%	F	
<b>Telecomunicações</b>	<b>24,97%</b>		
Oi	40,34%	F	1
Telef Brasil	9,59%	NF	
<b>Têxtil</b>	<b>29,53%</b>		
Alpargatas	25,65%	F	

continua

Arezzo Co	22,97%	F	10
Cambuci	19,90%	F	
Cedro	31,73%	F	
Cia Hering	4,04%	NF	
Coteminas	79,06%	F	
Dohler	10,01%	NF	
Encorpar	79,80%	F	
Grendene	8,74%	NF	
Guararapes	63,20%	F	
Ind Cataguas	9,68%	NF	
Karsten	8,11%	NF	
Le Lis Blanc	38,09%	F	
Pettenati	23,00%	F	
Santanense	2,59%	NF	
Teka	8,73%	NF	
Tex Renaux	0,82%	NF	
Vulcabras	95,41%	F	
<b>Transporte Serviços</b>	<b>32,36%</b>		
AGconcessoes	5,52%	NF	8
All Norte	2,41%	NF	
CCR SA	70,18%	F	
Conc Rio Ter	0,89%	NF	
Cvc Brasil	0,13%	NF	
Ecorodovias	106,01%	F	
Gol	13,83%	NF	
Invepar	84,78%	F	
JSL	33,75%	F	
Log-In	16,04%	NF	
Menezes Cort	0,19%	NF	
Mrs Logist	2,47%	NF	
Rumo S.A.	90,16%	F	
Santos Brp	21,52%	F	
Tegma	30,10%	F	
Triunfo Part	69,51%	F	
Wilson Sons	2,64%	NF	
<b>Veículos e peças</b>	<b>20,25%</b>		
Bic Monark	21,67%	F	7
Embraer	19,24%	F	
Fras-Le	6,22%	NF	
Iochp-Maxion	54,70%	F	
Marcopolo	46,54%	F	
Metal Leve	11,72%	NF	
OSX Brasil	22,21%	F	
Randon Part	29,11%	F	
Recrusul	1,60%	NF	
Riosulense	3,49%	NF	
Schulz	10,45%	NF	
Tupy	35,91%	F	
Wetzel S/A	0,38%	NF	
<b>Total Geral</b>			<b>61</b>